



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

April 2008



# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY\*

## **Inflation control and the economy**

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## **The monetary policy instrument**

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## **The targets**

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

## **Monitoring inflation**

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

\* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario  
• K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

# MONETARY POLICY REPORT

— April 2008 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth, and John Murray.*

At a time of great uncertainty, it is more important than ever that monetary policy act as a stabilizing force . . . keeping inflation low, stable, and predictable. . . . Developments in the financial sector will be important from a monetary policy perspective only to the extent that they are expected to influence developments in the real economy and, therefore, inflation.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada*  
13 March 2008



# CONTENTS

<b>1. Overview</b>	5
<b>2. Recent Developments Affecting Inflation in Canada</b>	7
Global Developments	7
Canadian Demand	9
Canadian Supply	10
Pressures on Capacity	11
Inflation and the 2 Per Cent Target	13
<b>3. Financial Developments</b>	17
Global Financial Market Conditions	17
Policy Interest Rates	18
Canadian Credit Conditions	18
Exchange Rates	20
<b>4. The Outlook</b>	22
International Background	22
Aggregate Demand and Supply in Canada	24
The Outlook for Inflation	26
Risks to the Outlook	28
<b>Technical Boxes</b>	
1. Commodity Prices: An Analysis of Ongoing Developments	8
2. Core Inflation in Canada: An Interpretation of Recent Developments	14
3. Recent Developments in House Prices	27



## 1. OVERVIEW

Growth in the global economy began to slow in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008. This reflected the effects of the slowdown in the U.S. economy and ongoing dislocations in global financial markets.

Growth in the Canadian economy has also moderated. Strong domestic demand has been largely offset by sharply reduced net exports. Both total and core CPI inflation were running at about 1.5 per cent at the end of the first quarter, but the underlying trend of inflation is judged to be about 2 per cent, consistent with an economy that was operating just above its production capacity.

The Bank is projecting a deeper and more protracted slowdown for the U.S. economy than in the January *Monetary Policy Report Update*. This projection reflects a more pronounced impact on consumer spending from the contraction in the U.S. housing market and significantly tighter credit conditions. While a housing-market correction of the size now under way in the United States would typically produce a severe slowdown in GDP growth, several factors are providing some offset. First, the recently legislated fiscal-stimulus package will support the U.S. economy in the third and fourth quarters. Second, the depreciation of the U.S. dollar will help spur exports. Third, substantial easing in U.S. monetary policy should continue to boost GDP growth in 2009 and beyond, particularly as financial market dislocations are worked out.

The deterioration in economic and financial conditions in the United States will have significant spillover effects globally, particularly in the industrial economies. Emerging-market economies should be less affected by the financial turbulence, and their growing domestic demand should help to offset the effect of weaker exports.

These global developments will have consequences for the Canadian economy. First, exports are projected to decline this year, exerting a significant drag on GDP growth through the first half, before picking up gradually in the second half of 2008 and in 2009. Second, turbulence in global financial markets will continue to make financing in capital markets more costly and difficult for Canadian businesses and banks. The increased bank funding spreads are expected to be further passed on to businesses and households, creating tighter credit conditions through the rest of 2008 that then begin to dissipate in 2009. Credit conditions are assumed to return to more normal levels in 2010. The relatively strong capitalization of Canadian financial institutions should mean that credit availability will remain more robust in Canada than in other major markets. Third, business and consumer sentiment in Canada is expected to soften somewhat.

Slowing U.S. domestic demand would be expected to place downward pressure on the prices of many commodities. This effect will, however,

---

*This report includes information received up to the fixed announcement date on 22 April 2008.*

likely be offset to some extent by the combination of continued strong demand from commodity-intensive emerging-market economies and tight supply conditions in many commodity markets. Financial investors may also reinforce momentum in commodity prices at the margin. On balance, the prices of non-energy commodities are expected to ease over the projection period from their current very high levels.

Firm commodity prices, high employment levels, and the effect of cumulative easing in monetary policy will continue to support Canada's domestic demand, which is expected to be the key source of economic growth over the projection period.

Overall, the Canadian economy is projected to move into excess supply in the second quarter of this year, and spare capacity will continue to increase through early 2009. A return to growth rates above that of potential output, supported by a gradual strengthening in the U.S. economy, accommodative monetary policy, and a return to more normal credit conditions bring the economy back into balance around mid-2010. In the Bank's base-case projection, average annual real GDP growth is projected to be 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.

The recent price-level adjustments for automobiles and the effect of past changes in indirect taxes will keep measured inflation below target through 2008. The emergence of excess supply in the economy should keep downward pressure on inflation through 2009. Both core and total inflation are projected to move up to 2 per cent in 2010, as the economy moves back into balance.

The risks around the projection for the U.S. and global economies, as well as for inflation in Canada, appear to be balanced. Still, there are a number of upside and downside risks around the Bank's new base-case projection for inflation in Canada.

On the upside, stronger domestic demand than incorporated in the base-case projection, possibly due to higher commodity prices, could lead to higher inflation in Canada, especially if the growth in potential output is lower than assumed. As well, global inflationary pressures could spill over to Canada through higher import costs.

On the downside, the projected weakness in the United States and other industrialized economies could put greater downward pressure on commodity prices. There are risks from the evolution of financial market dislocations and their effect on the cost and availability of credit. There could also be greater direct downward pressure on the prices of core goods related to the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this backdrop, the Bank of Canada lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on both 4 March and 22 April, bringing it to 3 per cent. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the inflation target over the medium term. Given the cumulative reduction of 150 basis points in the target for the overnight rate since December, the timing of any further monetary stimulus will depend on the evolution of the global economy and domestic demand, and their impact on inflation in Canada.

## 2. RECENT DEVELOPMENTS AFFECTING INFLATION IN CANADA

### Global Developments

After several years of strong growth, the pace of the global economic expansion slowed in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008, particularly in the industrialized economies. This slowdown in global economic growth reflects the weakening in the U.S. economy and the dislocations in global financial markets stemming from problems in the U.S. subprime-mortgage market.

Available information suggests that U.S. economic growth stalled in the first quarter of 2008. Broad-based declines in residential investment and house prices, coupled with tighter credit conditions and waning consumer confidence in the face of high gasoline prices and a softening labour market, contributed to the marked slowdown in consumer spending. While strong growth in net exports has provided some offset, business investment has suffered from limited access to credit and weakening consumer demand.

Economic growth in Europe and Japan is slowing. Exports from these countries are being affected by the weaker growth in the United States and the effects of a sharp appreciation of the euro and the yen. In Europe, credit conditions have continued to tighten, restraining consumer and business spending.

In newly industrialized and emerging-market economies, particularly China, GDP growth in recent quarters was stronger than expected. These countries have been less affected by the recent financial turmoil, and their growing domestic demand has so far largely offset the impact of weaker exports to the United States and Europe.

Commodity prices have risen since the January *Update*, largely as a result of continued strong demand from the emerging economies and constraints on supply (Technical Box 1). The prices of non-energy commodities have moved up from already-high levels, with large gains in the prices of grains and oilseeds in response to rising demand for food in emerging economies, increased demand for biofuels, and poor crop yields. Some of the increases in the prices of metals have been linked to temporary supply disruptions in China and South Africa.

Energy prices have continued to rise sharply in 2008. The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US\$90 per barrel at the time of the January *Update*, increased to average US\$112 in the ten days ending on 18 April 2008, reflecting the combination of continued vigorous global demand and some weakness in non-OPEC supplies. The rise in natural gas prices was partly associated with increased demand stemming from an unusually cold winter in North America.

*The pace of the global economic expansion slowed in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008.*

*Available information suggests that the U.S. economy stalled in the first quarter of 2008.*

*The prices of non-energy commodities have risen since the last Update.*

*Prices for crude oil and natural gas have also moved up.*

## Technical Box 1

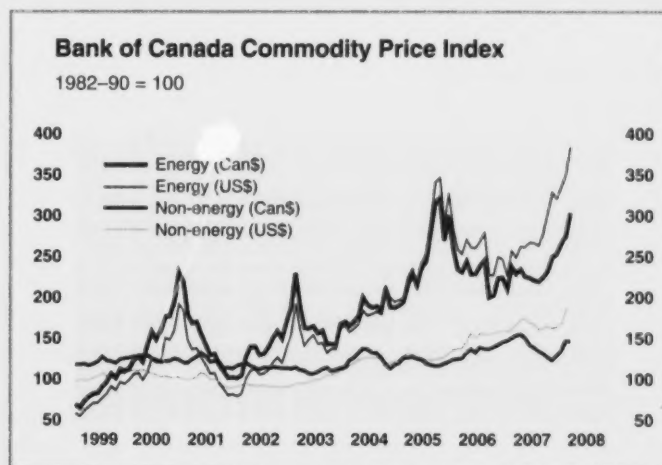
**Commodity Prices: An Analysis of Ongoing Developments**

Commodity prices have continued to strengthen in 2008 despite the evident slowing in the major industrial economies. Prices for many primary products have reached new highs in nominal U.S.-dollar terms.

One of the key factors pushing commodity prices higher over the past few years has been the strength of demand in emerging-market economies. Bank research suggests that movements in the real prices of oil and base metals since the 1990s have become increasingly influenced by industrial activity in emerging Asia.<sup>1</sup> Demand for commodities from this region has escalated, partly as a result of rising investment in infrastructure to meet the needs of a rapidly expanding urban population. An improvement in urban incomes has also generated an increased demand for food, especially grains and dairy products. In addition, greater regional integration of production processes has shifted a significant portion of world manufacturing activity towards emerging Asia, where firms tend to use more energy per unit of output than in developed economies.

Supply-related developments have also contributed to the strength in commodity prices. These include the global shortage of skilled labour and equipment, as well as the repeated strikes that have increased production costs and limited the adjustment of commodity supplies. For foods, supply rigidities stem partly from restrictions on foreign trade (such as embargos and taxes) and redeployment of agricultural land to meet the rising demand for ethanol and other biofuels. In recent months, droughts have reduced harvests and fed spiralling wheat prices, while exceptionally bad weather in China has made it difficult for the country to be supplied with coal.

The trade-weighted depreciation of the U.S. dollar has also pushed up the U.S.-dollar price of commodities. The demand for commodity-linked assets from both institutional investors (e.g., pension funds) and speculative traders (e.g., momentum traders) may have magnified the recent surge in prices.



1. See C. Cheung and S. Morin, "The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices" (Working Paper No. 2007-55, Bank of Canada, 2007).

## Canadian Demand

Economic growth in Canada slowed sharply in the fourth quarter of 2007, following strong expansion through the first three quarters of the year. The drag coming from net exports intensified over the year, more than offsetting the continuing strength in final domestic demand (Chart 1). Real GDP increased by 0.8 per cent in the fourth quarter, below the 1.5 per cent growth projected in the *January Update*.<sup>1</sup> Available data for the first quarter of 2008 suggest that real GDP growth was about 1.0 per cent, with reductions in inventory investment and net exports offsetting most of the growth in domestic demand.

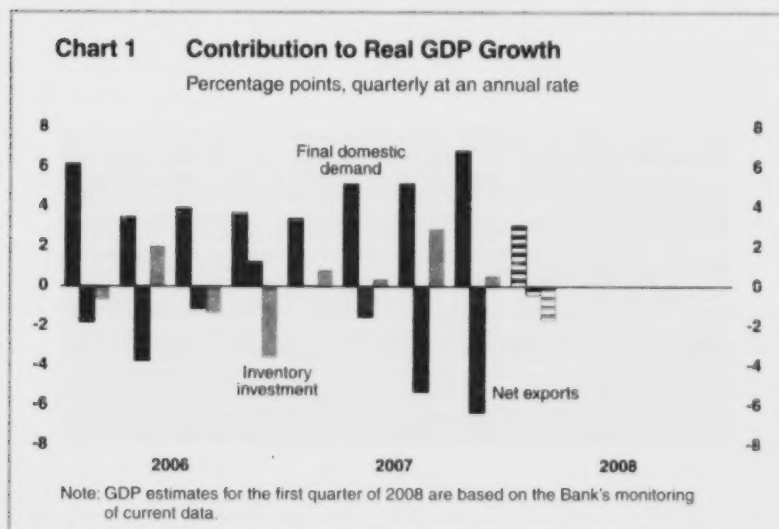
The dampening effect coming from net exports was very pronounced in the second half of 2007. The U.S. economic slowdown and the past appreciation of the Canadian dollar led to a reduction in Canadian export volumes, especially machinery and equipment and consumer goods. At the same time, imports rose very strongly, the result of both robust growth in domestic demand and the past rise in the dollar.

Final domestic demand made even stronger gains in the second half of 2007 than in the first half. Support for domestic demand came from a continued rise in the terms of trade (Chart 2), reflected in an above-average increase in real incomes of nearly 5 per cent between the fourth quarter of 2006 and the fourth quarter of 2007.<sup>2</sup> A continued rise in household net worth (boosted by rising house prices) contributed to substantial increases in household borrowing

*Economic growth in Canada slowed sharply in the fourth quarter of 2007.*

*The drag on growth coming from net exports was very pronounced in the second half of 2007 . . .*

*. . . and the growth of final domestic demand picked up.*



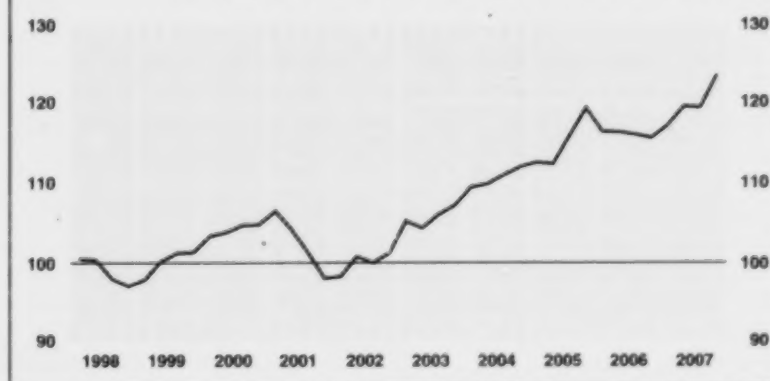
1. GDP growth in the first three quarters of last year was revised up slightly, however, so that the level of real GDP in the fourth quarter was about the same as expected.

2. Real income growth is defined as the difference between the year-to-year rise of nominal GDP and that of the deflator for final domestic demand.



**Chart 2 Terms of Trade**

The price of exports relative to the price of imports (2002 = 100)



and spending. Spending by businesses on machinery and equipment also picked up markedly, owing to continued strong profitability, solid balance sheets, and considerable decreases in the prices of imported machinery and equipment. The tightening of credit conditions in Canada stemming from developments in global financial markets since last August does not appear to have significantly affected either household spending or business investment in the second half of 2007.

### Canadian Supply

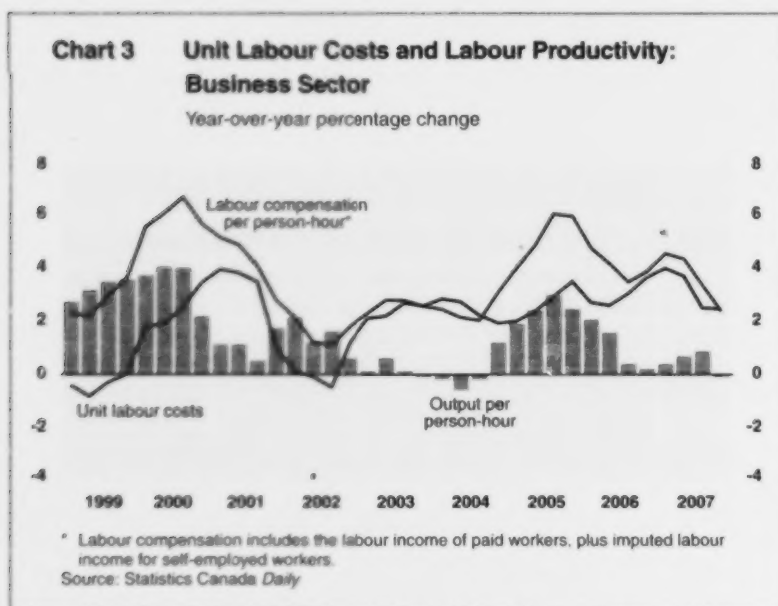
Labour productivity in the business sector declined by 0.1 per cent from the fourth quarter of 2006 to the fourth quarter of 2007 (Chart 3). Despite the slower growth of real GDP during the fourth quarter, total hours worked increased at an unusually strong pace. This puzzling development may reflect factors such as the high adjustment costs associated with reducing employment levels in the manufacturing sector and increased precautionary demand for labour in sectors facing labour shortages. The impact of high labour utilization on aggregate productivity growth was further amplified by a shift in the share of total hours worked towards low-productivity industries.<sup>3</sup>

The Bank's conventional measure of production capacity indicates that growth in potential output averaged 2.6 per cent in 2007, about the same as previously estimated. Strong growth in trend labour supply, which has been about 1.7 per cent, offset the effects

*Growth in potential output is estimated to have averaged 2.6 per cent in 2007.*

3. Inter-industry shifts in the share of total hours worked usually have a limited effect on aggregate productivity growth, while intra-industry shifts exert a much larger influence. This pattern was reversed in the fourth quarter of 2007, however, owing to a sizable reduction in the hours worked in the manufacturing, mining (including oil and gas), and transportation sectors, and a corresponding increase in construction, retail trade, and professional services, which are associated with much lower productivity levels.





of weaker trend productivity growth, which is estimated to have added just under 1.0 per cent to potential output growth.

### Pressures on Capacity

Pressures on production capacity have eased since the third quarter of 2007. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand has fallen sharply from recent highs to the average level for the survey (Chart 4). In addition, the Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.4 per cent above its production potential in the first quarter of 2008, down from just over 1 per cent in the third quarter of last year.<sup>4</sup> Statistics Canada's indicator of capacity utilization suggests that pressures on production capacity in the non-farm, goods-producing sector were well below average in the fourth quarter of 2007.

The slowdown in the Canadian economy is not yet evident in most labour market and wage indicators. The employment-to-population ratio was at a record high in both February and March, while the unemployment rate in March was just above a 33-year low. As well, the 12-month change in the average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey (considered a good indicator of the underlying change in wages) picked up markedly after mid-2007 (Chart 5).

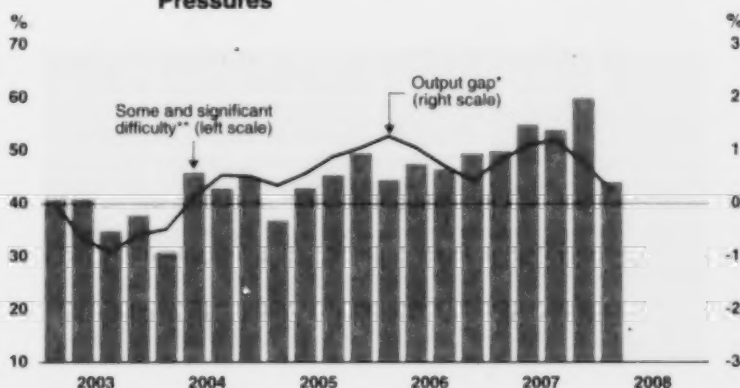
*Pressures on production capacity have eased since the third quarter of 2007...*

*... although the economic slowdown is not yet evident in most labour market and wage indicators.*

4. The level of excess demand in the first quarter of 2008, estimated using the Bank's conventional measure, is about 0.3 percentage points higher than projected in the *January Update*. This increase mainly reflects a small reduction in the estimated level of production capacity.

However, data on hourly labour compensation from the Productivity Accounts and the percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's spring survey do indicate some easing in labour market pressures.

**Chart 4 Estimated Output Gap and the Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures**

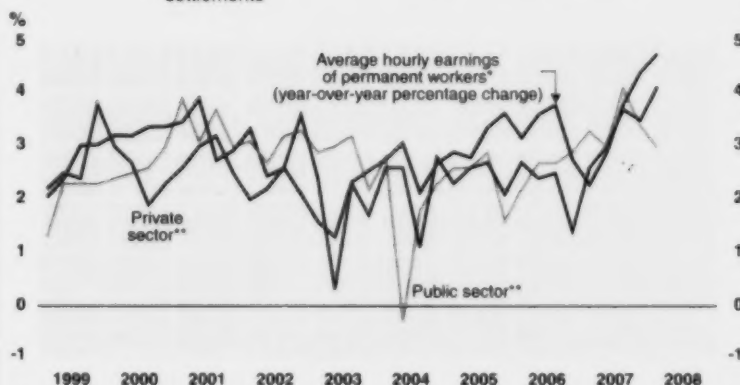


\* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the first quarter of 2008 is based on a projected rise in output of 1.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

\*\* Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

**Chart 5 Wage Settlements and Average Hourly Earnings**

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



\* Source: Statistics Canada Labour Force Information

\*\* Source: Human Resources and Social Development Canada. The last data point plotted is the average of January and February 2008.

After reviewing the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2008, and it is expected to move into modest excess supply in the second quarter.

## Inflation and the 2 Per Cent Target

Concerns about rising global inflation have become more evident in recent months, reflecting the impact of higher commodity prices, especially food and energy prices, combined with increased pressures on production capacity in several countries after a period of strong global growth. In Canada, these pressures have been muted to a significant extent by price-level adjustments associated with the high value of the Canadian dollar.

Total CPI inflation averaged 1.8 per cent in the first quarter of 2008, down from 2.4 per cent in the last quarter of 2007 (Chart 6). If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in the first quarter was 2.4 per cent, unchanged from the preceding quarter.<sup>5</sup>

After averaging just above 2 per cent in the period between September 2006 and August 2007, the core rate of inflation has moved down and averaged 1.4 per cent in February and March 2008<sup>6</sup> (Technical Box 2). A significant part of this reduction appears

*The Governing Council judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2008.*

*Concerns about rising global inflation have become more evident in recent months.*

*In contrast, total CPI inflation in Canada averaged 1.8 per cent in the first quarter of 2008.*

*The core rate of inflation averaged 1.4 per cent in February and March ...*



5. The combined direct effect of the 1-percentage-point GST reduction and small increases in indirect tobacco taxes is estimated to have been a decrease of 0.5 per cent in the total CPI in the first quarter of 2008.

6. The core measure of inflation (CPIX) excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

## Technical Box 2

**Core Inflation in Canada: An Interpretation of Recent Developments**

Since the middle of 2007, core inflation in Canada has declined significantly. This decline has been widespread across the various components of CPIX, but has been especially large for motor vehicle prices, which accounted for almost half of the decline (Table A).

The recent decrease in motor vehicle prices reflects a price-level adjustment related to increased competitive pressures stemming from movements in the Canadian dollar. With last autumn's appreciation of the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, the potential benefits to Canadians of cross-border shopping became large enough that car companies were pressured to reduce price differentials with the United States.

An examination of prices for comparable Canadian and U.S. durable goods (excluding autos) and semi-durable goods indicates that the narrowing of the price gap has been limited. This is likely the result of strong domestic demand in Canada, as indicated by high profit margins in the wholesale and retail sectors. However, there is a possibility that further competitive pressures could bring down the prices of more goods.

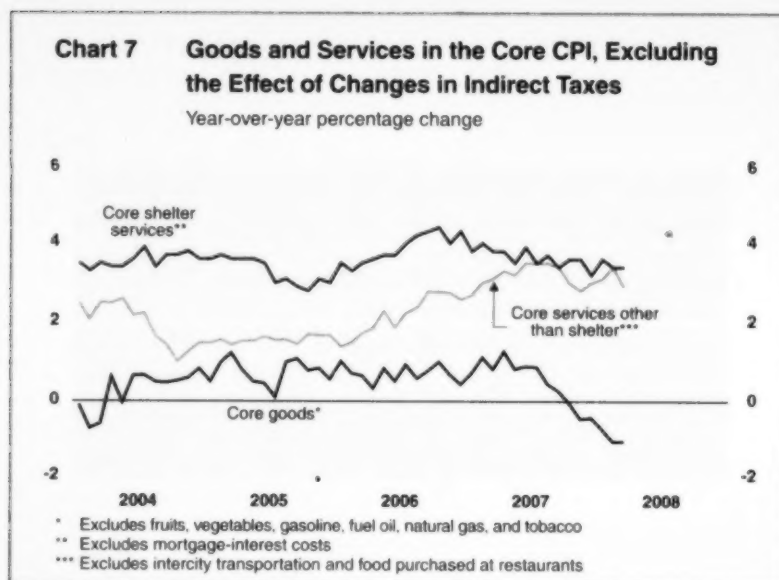
Other factors have also contributed to the recent decrease in core inflation. Core food prices have likely been affected by heightened competition in the retail food sector, an increased supply of meat, and possibly some exchange rate pass-through. The prices of core shelter services have moderated with the stabilization of house prices in Alberta.

**Table A: Contribution to Year-Over-Year Growth in CPIX between 2007Q2 and 2008Q1<sup>a</sup>**

Component	Contribution (percentage points)
Motor vehicles	-0.42
Core food (excludes fruit and vegetables)	-0.13
Durables excluding motor vehicles	-0.12
Electricity	-0.06
Semi-durables	-0.06
Core shelter services (excludes mortgage-interest costs)	-0.04
Core services excluding shelter (excludes intercity transportation and food purchased at restaurants)	-0.04
Non-durables (excludes food, energy, and tobacco)	-0.03
Variation in CPIX	-1.0 <sup>b</sup>

a. The effect of changes in indirect taxes is excluded from each component.

b. The contributions of individual components are approximations. The sum of the contributions does not equal the total variation in CPIX because of rounding and the nature of the approximations.



to reflect greater competitive pressures following the rise of the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, which led to a downward level adjustment in the prices of some goods, particularly automobiles. Additionally, the rate of change in core food prices has eased markedly, owing to such factors as increased competition in the retail food sector. At the same time, the 12-month rate of increase in the prices of core services has remained quite high, owing to the continued strength in domestic demand (Chart 7).

Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors, when adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes, were somewhat higher than the core inflation rate in the first quarter of 2008 (Chart 8). Given that the recent weakening in core inflation appears to be largely the result of one-time price-level adjustments and after considering alternative measures as well, the Governing Council judges that the underlying trend in inflation was about 2 per cent in the first quarter.

The four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) edged up from 3.4 per cent in the second quarter of 2007 to 3.9 per cent in the fourth quarter, reflecting greater improvements in Canada's terms of trade (Chart 9).

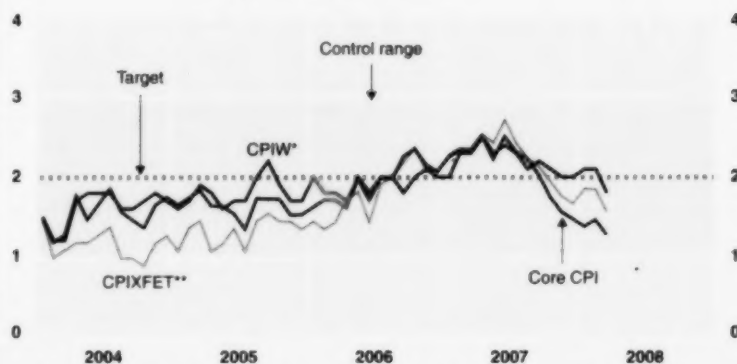
Key measures of inflation expectations continue to be well anchored at 2 per cent. The mean private sector forecast for total

*... but other measures of the trend rate of inflation were somewhat higher than the core rate in the first quarter.*

CPI inflation in 2009 is 2 per cent, and about 80 per cent of firms in the Bank's spring *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent over the next two years. Consensus forecasts of inflation over the longer term also remained very close to 2 per cent.

**Chart 8 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate**

Year-over-year percentage change

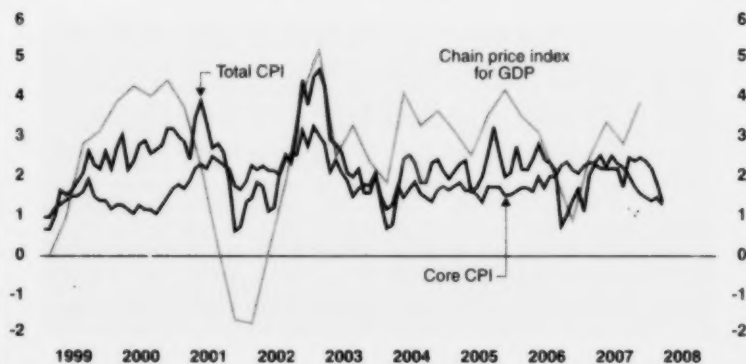


\* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability. In this chart, CPIW has been adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes.

\*\* CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

**Chart 9 Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI**

Year-over-year percentage change



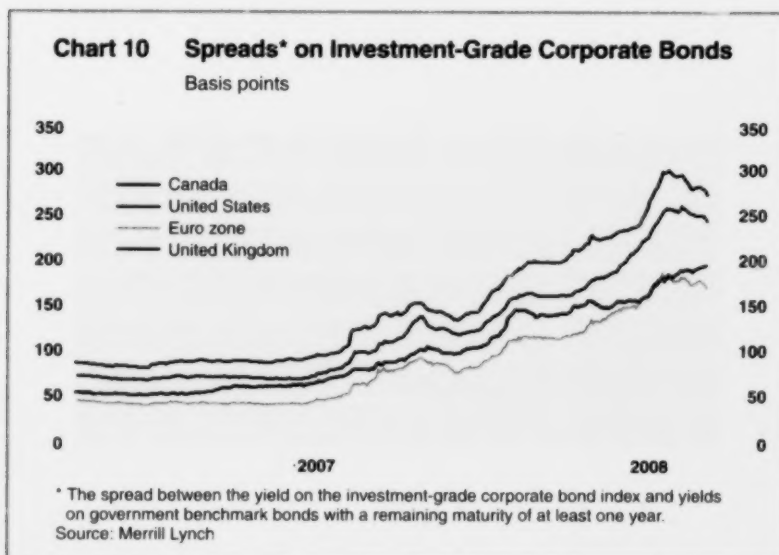
### 3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

#### Global Financial Market Conditions

Strains in the global financial system have broadened and become more severe in recent months. Estimates of losses from exposure to U.S. mortgage and structured credits have increased, and problems in these markets have spread to other credit markets. Yield spreads between corporate and government bonds have widened significantly (Chart 10) and debt issuance in several key fixed-income markets has been constrained. These difficulties have been heightened by a lack of liquidity, a widespread process of deleveraging by financial institutions, and the deteriorating outlook for the U.S. economy.

Widespread uncertainty about the distribution of credit losses among financial institutions has continued to feed concerns over counterparty risk and has contributed to higher borrowing spreads in term money markets. In March, amid renewed signs of pressure in term money markets, central banks again intervened in a coordinated effort to support the financial system through the introduction of a number of additional measures to address the liquidity needs of financial institutions. Steps taken recently by several large international banks to improve disclosure of potential losses and to strengthen their balance sheets have also led to some lessening of uncertainty about counterparty risk.

*Strains in global credit markets have become more severe.*





## Policy Interest Rates

*The Federal Reserve has lowered the federal funds rate by 300 basis points since September 2007.*

*Markets expect a further 25-basis-point reduction in the Canadian policy rate by year-end.*

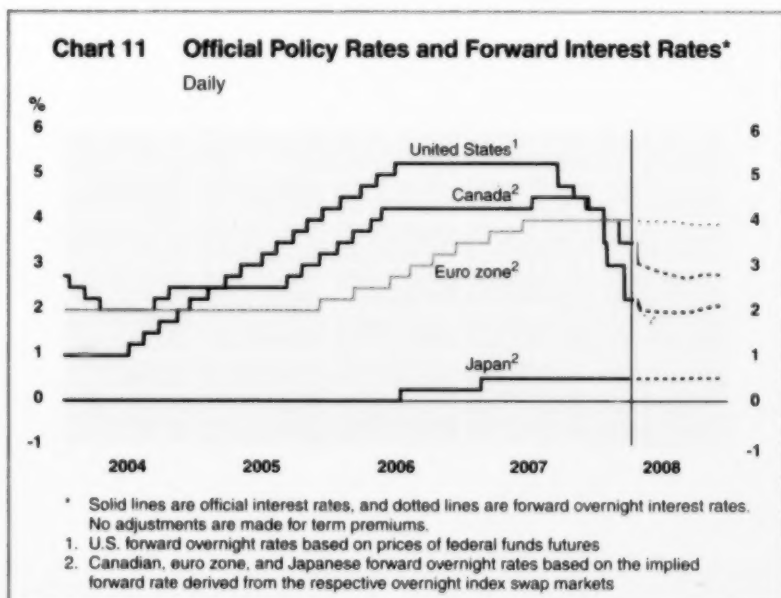
The U.S. Federal Reserve has lowered its target for the federal funds rate by 300 basis points since September 2007 (Chart 11) in response to the slowing in the U.S. economy and the increased cost and reduced availability of credit to businesses and households. Short-term rates in the United States embody expectations of a further reduction in the federal funds rate over the course of the year. The Bank of England has also lowered its policy interest rate. In contrast, the European Central Bank and the Bank of Japan have not changed their respective policy rates since the beginning of the financial turmoil.

Policy rates in Canada have been lowered by 150 basis points since December. Market expectations are for a further 25-basis-point reduction in the overnight rate by the end of the year.

## Canadian Credit Conditions

*The impact of financial market turbulence on credit conditions has been more moderate in Canada than in the United States.*

The turmoil in global financial markets has led to tighter credit conditions in Canada, but strains in Canadian credit markets have been somewhat less intense than those in the United States. Canadian financial institutions, businesses, and households have healthier balance sheets. Canadian banks are less exposed to the subprime-mortgage market than their U.S. counterparts. Furthermore, Canadian banks are less dependent on securitization for their financing and on capital markets for their revenues. Thus far, their losses have been limited, and their exposure to structured products backed by subprime mortgages quite manageable.



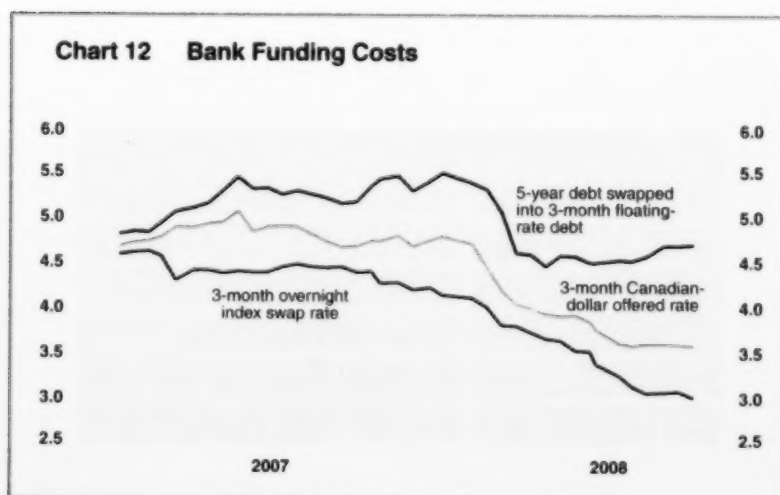


Nonetheless, from the beginning of the financial market turbulence last summer until 21 April, the average spreads for the different types of market financing for banks increased by about 75 basis points relative to the overnight rate.<sup>7</sup> The tightening in credit conditions is most evident in the spreads paid by banks to issue bonds and senior deposit notes. Banks have shown a willingness to borrow at these higher spreads in order to secure longer-term financing, but have not yet fully passed these increased spreads on to businesses and households. Nevertheless, the absolute cost of borrowing by banks has declined, given that the overnight rate was reduced by 100 basis points over the period (Chart 12).

The spread between the cost of borrowing for non-financial businesses and the overnight rate as of 21 April has risen by about 50 basis points since the middle of 2007. This widening has been more than offset by reductions in the overnight rate. Nevertheless, the terms and conditions of credit have tightened, and access to bank financing for new clients has been reduced. Debt issuance by non-financial corporations remains difficult, and new debt issues are generally being priced at rates higher than indicative rates in secondary markets. On the whole, the growth of business credit has remained elevated in the first quarter of 2008 (Chart 13). This partly reflects a substitution away from market financing towards bank financing in the current turbulent environment.

*The spreads for market financing for banks, relative to the overnight rate, remain elevated.*

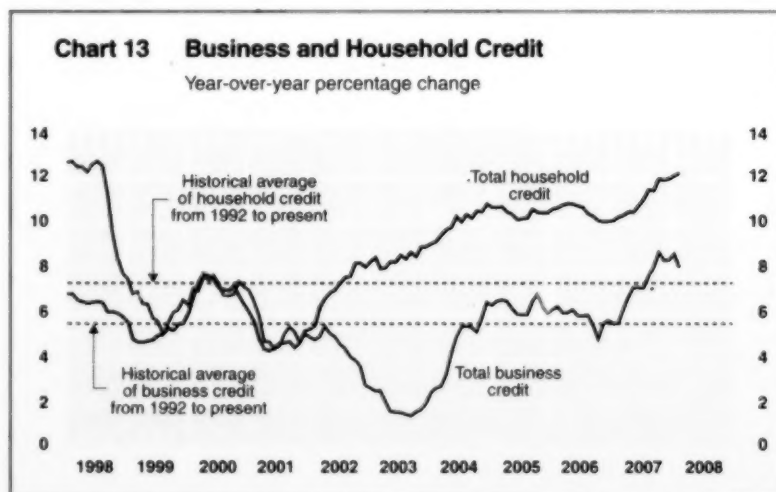
*Terms and conditions for credit have tightened for businesses.*



7. The widening of the spread against the overnight rate understates the rise in credit spreads since it does not make allowance for market expectations of future declines in the overnight rate. Between August 2007 and 21 April, relative to the expected future overnight rate, the short-term funding spreads for banks increased by about 50 basis points, and the spreads on 5-year debt swapped into floating-rate debt increased by about 150 basis points.

**Growth in household and business credit remains strong.**

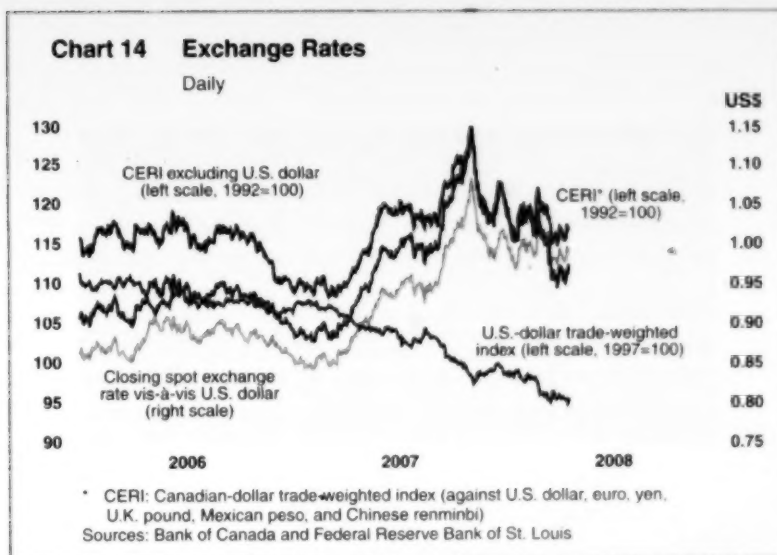
The spread between the costs of borrowing by households and the overnight rate has also remained elevated and, as of 21 April, is estimated to be around 50 basis points higher than it was last summer. But the terms and conditions of household credit have not tightened to any extent, and the cost of borrowing is lower, given the declines in the overnight interest rate. Growth in household borrowing remains strong despite some deceleration thus far in 2008. Continued vigorous demand for credit by households is associated with robust growth in employment, sustained wage increases, increases in home equity, and decreases in the effective cost of borrowing.



## Exchange Rates

**The Canadian dollar has recently been trading in a range of roughly 97 to 100 cents U.S.**

Since the January *Update*, the Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. but more recently has been trading in a range of roughly 97 to 100 cents U.S. (Chart 14). High prices for energy and metals continue to support the currency. While the actual policy interest rate spread between Canada and the United States has widened since January, the spread expected by the third quarter of 2008 has narrowed, leading to some modest downward pressure on the currency. The trade-weighted CERI-ex U.S. has declined by about 4.2 per cent since the *Update*, reflecting the strength of both the euro and the Japanese yen, as well as concern about the negative effects of the U.S. economic slowdown on the Canadian economy.



#### 4. THE OUTLOOK

The outlook for the Canadian economy through to the end of 2010 has been revised down from that in the January *Update* to reflect the effects of the weaker U.S. and global economies, and the tightening of credit conditions resulting from continuing strains in financial markets. The base-case projection incorporates a number of key assumptions. First, the Canada/U.S. exchange rate is assumed to average 98 cents U.S., within the recent trading range. Second, energy prices evolve in line with current futures prices. Third, the tighter global credit conditions are assumed to persist until 2009. Fourth, potential output growth is assumed to be 2.8 per cent in 2008, 2.7 per cent in 2009, and 2.6 per cent in 2010.<sup>8</sup> Finally, the base case is predicated upon a gradual and orderly resolution of global imbalances.

#### International Background

*Global economic growth is expected to slow considerably in 2008 and 2009.*

Global economic growth is expected to slow considerably in 2008 and 2009 (Table 1) as a result of a deepening of the U.S. economic slowdown and its spillover to other economies, particularly those of the other major industrialized countries. In 2010, the global economy is projected to grow more strongly, as the turbulence in credit markets subsides, housing markets in the United States and Europe stabilize, and economies begin to rebuild domestic demand and reduce excess supply.

*U.S. domestic demand is projected to remain subdued over the coming year.*

The Bank now expects U.S. GDP to decline marginally in the first half of 2008 before growth picks up gradually through 2009. Domestic demand in the United States is projected to remain subdued over the coming year as a result of declines in employment, sharp increases in gasoline prices, weaker consumer confidence, further weakening in the housing sector and tightening in credit conditions. The fall in housing activity and house prices is projected to continue until the second half of 2009. Increased borrowing spreads, reductions in the availability of credit, and tighter terms and conditions are assumed to persist through 2008 and gradually dissipate through 2009. In 2010, as the housing market stabilizes, heightened risk aversion dissipates, and financial institutions improve their capital positions, credit conditions are assumed to be back to more normal levels.

8. Trend labour supply growth is still assumed to decline by about 0.1 per cent per year in each of 2009 and 2010 given demographic trends. While the mix of trend labour supply growth and trend labour productivity growth has been different from that used in the Bank's assumption for potential output, the aggregate has been closer to the assumption than the individual components.

**Table 1 Projection for Global Economic Growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2007	2008	2009	2010
United States	22	2.2 (2.2)	1.0 (1.5)	1.7 (2.5)	3.4
European Union	20	2.7 (2.7)	1.3 (1.8)	1.6 (1.9)	2.2
Japan	7	2.0 (1.9)	1.4 (1.6)	1.6 (1.8)	1.8
China and Asian NIEs <sup>c</sup>	14	10.2 (9.7)	8.4 (8.9)	7.2 (7.5)	7.3
Others	37	6.3 (6.1)	5.2 (5.5)	4.6 (4.8)	5.5
World	100	4.9 (4.8)	3.7 (4.1)	3.5 (3.9)	4.4

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Update, January 2008.

b. Numbers in parentheses are projections from the January 2008 *Update* adjusted using revised estimates for purchasing-power parity.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Several factors are helping to mitigate the weakness in the U.S. economy in 2008, and will contribute to the recovery through 2009 and 2010. First, monetary policy has eased considerably in recent months, which will provide some support for domestic demand. Second, the cumulative effect of the depreciation of the real effective U.S. exchange rate, coupled with solid economic growth in the rest of the world, will help to underpin export growth. Third, easing in credit conditions and the gradual elimination of excess housing supply will support a resumption of economic growth in the latter part of the projection period. The U.S. government's fiscal-stimulus package is expected to temporarily boost economic growth in mid-2008.

Owing to the weaker profile for U.S. GDP growth and tighter credit conditions, projected rates of GDP growth in Europe and Japan have been reduced for 2008 and 2009, but are expected to move slightly above potential rates in 2010.

Growth in China and in the newly industrialized Asian economies is projected to remain strong but to moderate over the projection horizon, as demand from the United States and other industrialized countries weakens, and tighter monetary policies are introduced to curb mounting inflationary pressures.

Prices for non-energy commodities are higher in the near term than projected in the last *Update*, but are expected to ease by about 15 per cent between now and the end of 2010. Supplies of these commodities should gradually adjust as new production capacity comes online and reductions arising from weather-related factors

*The depreciation of the U.S. exchange rate will help to underpin export growth.*

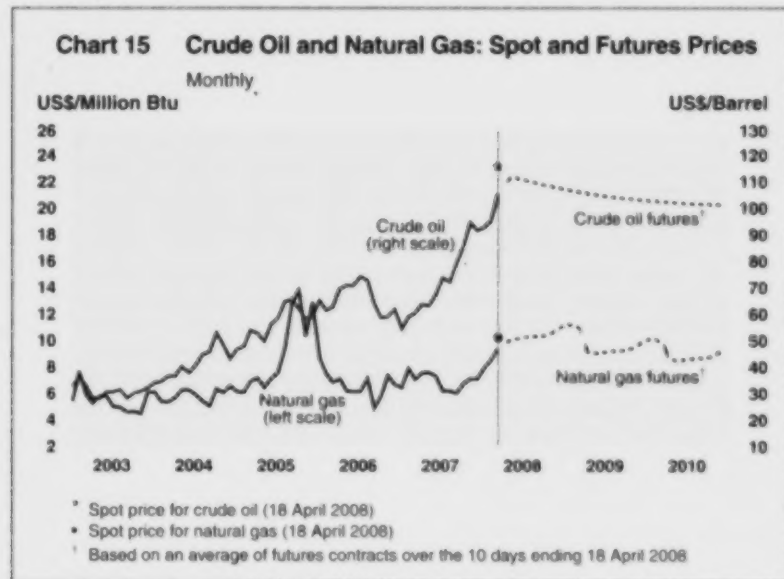
*GDP growth in Europe and Japan is expected to slow more than previously projected.*

*Prices of non-energy commodities are expected to ease by about 15 per cent over the projection horizon.*

*Oil price futures point to a decline in oil prices to about US\$102 per barrel by 2010.*

unwind. In addition, global demand for commodities should ease as a result of the slowing in world economic growth.

Futures prices for crude oil are also higher than those in the January Update (Chart 15). Based on futures prices as of the 10 days ending 18 April, prices for crude oil should ease by about 10 per cent from their current level of just over US\$112 per barrel to around US\$102 per barrel in 2010. Futures prices for natural gas are also somewhat higher than in the January Update.



### Aggregate Demand and Supply in Canada

*The Canadian economy is projected to grow by 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.*

The outlook for the Canadian economy has been directly affected by the downward revision to the economic outlook in the United States and by the continuing strains in credit markets as institutions deleverage and risk is repriced. While credit conditions for households and firms have tightened, lending rates do not yet fully reflect the higher funding spreads for banks. It is assumed that these higher spreads will be passed on and that tighter credit conditions will persist through 2008. Credit spreads are then assumed to narrow gradually over the course of 2009 and to stabilize in 2010 at 25 basis points higher than their levels prior to the turmoil.

The Bank's base-case projection for Canada is now weaker for both 2008 and 2009 than that in the January Update (Table 2). On an average annual basis, the economy is projected to expand by 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010 (Chart 16).

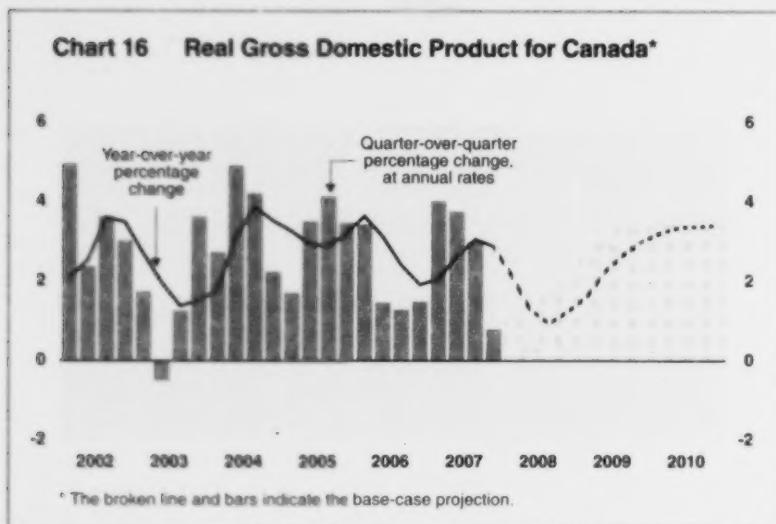
**Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth**  
Percentage points\*

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.6 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.4)	2.3
Housing	0.2 (0.2)	0.1 (-0.1)	-0.1 (0)	-0.1
Government	0.8 (0.6)	0.9 (0.7)	0.6 (0.6)	0.6
Business fixed investment	0.6 (0.6)	0.4 (0.5)	0.4 (0.5)	0.4
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.2 (3.6)</i>	<i>3.9 (3.3)</i>	<i>3.2 (3.5)</i>	<i>3.2</i>
Exports	0.4 (0.6)	-1.3 (-0.1)	0.1 (0.4)	1.2
Imports	-1.9 (-1.7)	-1.1 (-1.3)	-0.9 (-1.1)	-1.1
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.5 (-1.1)</i>	<i>-2.4 (-1.4)</i>	<i>-0.8 (-0.7)</i>	<i>0.1</i>
Inventories	0 (0.1)	-0.1 (-0.1)	0 (0)	0
<b>GDP</b>	<b>2.7 (2.6)</b>	<b>1.4 (1.8)</b>	<b>2.4 (2.8)</b>	<b>3.3</b>

\* Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*.

The slowdown in Canadian activity in 2008 results mainly from further declines in exports in the first half of the year, owing to weak U.S. demand and the past appreciation of the Canadian dollar. Although growth in exports is expected to resume in the second half of this year, solid advances are not expected before 2010, given the gradual recovery of demand in the United States.

*Growth in Canadian exports is expected to resume slowly after mid-2008.*





*Growth in final domestic demand is expected to provide important support to economic expansion.*

With growth in imports expected to remain strong, net exports exert a larger drag on overall growth in 2008 than was the case in the last *Update*.

Growth in final domestic demand is expected to provide important support to economic expansion. The growth of consumer spending should remain strong in the first half of 2008, before easing a little over the remainder of the projection period. These solid gains are supported by continued growth in real disposable income and household net worth, as well as the stimulus provided by monetary policy, although reduced U.S. growth will dampen consumption growth in Canada slightly through its effects on real income, net worth, and confidence. Housing investment is projected to decline slightly over the projection period from the very high level reached last year (Technical Box 3). The tightening of credit conditions in Canada is also expected to have a slight moderating effect on the growth of household spending, which should largely dissipate by 2010.

The growth of business investment should ease during the projection period from the strong pace registered in 2007, owing to the effects of slowing global economic growth, the tightening of credit conditions, and increased uncertainty resulting from the financial market turbulence. Overall, gains in capital spending will, nevertheless, stay quite robust, given the projects that have already started, the still-high levels of commodity prices, strong profits and solid balance sheets, and ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment.

The real growth of government spending on goods and services is projected to decelerate and to average just over 3 per cent through 2010.

*The Canadian economy is projected to be in modest excess supply from the second quarter of 2008 to mid-2010.*

Weaker near-term growth causes the Canadian economy to move into a position of excess supply in the second quarter of 2008, and spare production capacity continues to increase through early 2009. In this base-case projection, accommodative monetary policy, including some further monetary stimulus in 2008, a gradual recovery in the U.S. economy, and the eventual return to more normal credit conditions globally and in Canada, all help to bring aggregate demand back into balance with aggregate supply around mid-2010.

## The Outlook for Inflation

*Core inflation is projected to return to 2 per cent in 2010.*

Owing largely to the recent price-level adjustments for automobiles, the core rate of inflation is projected to remain at about 1.3 per cent through the third quarter of 2008 (Table 3). With the effect of the price-level adjustments falling out of the year-over-year calculation in the fourth quarter of 2008, the core rate moves up to about 1.7 per cent. Excess supply in the economy acts to keep the core rate below 2 per cent through 2009. As the amount of excess supply diminishes, and with the continuing upward pressure from higher



### Technical Box 3 Recent Developments in House Prices

The Canadian housing market remained strong over the past 18 months, with house prices continuing to rise—albeit at a slower pace.<sup>1</sup> This contrasts with the experience in the United States where house prices have fallen steadily over the same period. The pace of increase in house prices in Canada should moderate somewhat further in the coming year.

The upward movement in Canadian house prices in recent years was largely related to income growth from strong employment, rising commodity prices, relatively low interest rates, and rising construction costs. Product innovation since 2006, such as mortgages with longer amortization periods, zero down payments, and insured mortgages for Alt-A borrowers, have also reinforced the demand pressure in the housing market.<sup>2</sup> A substantial proportion of new mortgages in Canada contain some of these features.

The Canadian subprime-mortgage market remains small, however, accounting for less than 5 per cent of the residential mortgage market, and it did not exhibit the excesses witnessed in the United States.

The growth in house prices is expected to moderate further in Canada over the next year. The construction of new homes remains elevated, and supply has been increasing in the resale market. Demand should ease, since affordability has deteriorated and economic growth is expected to slow. However, a general reversal in house prices is unlikely, as there are few signs of excess housing supply<sup>3</sup>: the proportion of newly completed unoccupied dwellings remains below its historical average and well below its level in the early 1990s in most Canadian cities.

The last two *Monetary Policy Reports* indicated that rising house prices have been an important contributor to growth in real household spending (through home-equity borrowing).<sup>4</sup> Going forward, the continued moderation in the growth of house prices should reduce the support to household spending coming from home equity, but this merits continued careful monitoring so that financial factors driving activity are fully taken into account.

1. The rapid escalation and subsequent deceleration in house prices were particularly marked in Alberta, as a result of the oil-related boom in that province.

2. See the June 2007 *Financial System Review* (FSR), pp. 23–24, for a list of product innovations in the mortgage-insurance market and the December 2007 FSR, Box 1, p. 8, for developments in the subprime-mortgage market.

3. This does not exclude the possibility of imbalances in some segments of local markets.

4. See Box 2 in the April 2007 *Monetary Policy Report*.

**Total CPI inflation, excluding the effect of changes in indirect taxes, is expected to average above 2 per cent for the rest of 2008.**

labour and energy costs, core inflation subsequently rises to 2 per cent in 2010, a little later than in the last *Update*.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects the revised projection for core inflation, assumptions for energy prices based on current futures prices, and the impact of past changes in indirect taxes. Total CPI inflation in 2008 is projected to be higher than in the last *Update*, owing to the effect of higher futures prices for crude oil. Excluding the impact of the recent changes in indirect taxes, total CPI inflation is projected to average just under 2.5 per cent through the remainder of 2008 and then move slightly below 2 per cent in early 2009, before returning to the target in 2010.

**Table 3 Summary of the Base-Case Projection\***

	2007	2008				2009		2010
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2		
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	0.8 (1.5)	1.0 (0.6)	0.3 (2.0)	1.8 (2.3)	2.7 (3.1)	3.3 (3.2)		
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (2.9)	2.1 (2.2)	1.3 (1.7)	1.1 (1.7)	1.9 (2.5)	2.8 (3.1)		3.3
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.5 (1.6)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	1.8 (1.7)	1.7 (1.4)	1.9 (1.5)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.4 (2.2)	2.2 (1.9)	2.4 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
WTI *** (level)	91 (91)	98 (93)	111 (92)	109 (90)	106 (89)	104 (87)		102

\* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

\*\* For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

\*\*\* Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the 10 days ending 18 April 2008.

## Risks to the Outlook

There are a number of risks around the Bank's base-case projection for inflation in Canada. The risks around the U.S. and global economic projections are considered to be balanced.

On the upside, stronger domestic demand than assumed in the base-case projection, driven by solid wage gains in a tight labour market and continued improvements in the terms of trade, could

lead to higher inflation. Given the persistent weakness in Canada's labour productivity growth, potential output growth could also be lower than assumed and could intensify the upward pressure on inflation. Furthermore, if demand for commodities from emerging markets remains robust and the ability of producers to increase global supplies is constrained, upward pressure on many commodity prices may intensify.

Global inflationary pressures also pose an upside risk. They could spill over to Canada and lead to higher-than-projected inflation through increased costs for imports.

On the downside, weakness in the United States and other industrialized countries may result in greater downward pressure on commodity prices than assumed in the base case. This would have the effect of slowing the rate of increase in real incomes and domestic demand in Canada, putting downward pressure on inflation.

There is also the risk that market funding for Canadian banks and firms could be more difficult than assumed, which could further increase the cost and restrict the availability of credit for business investment and consumption.

As well, there is the risk of greater direct downward pressure on core goods prices related to the past appreciation of the Canadian dollar. The increased competitive pressures, which have been seen most importantly in the prices of automobiles, could spread to other sectors.

Overall, the risks to the base-case projection for inflation appear balanced.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;  
email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca)  
website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

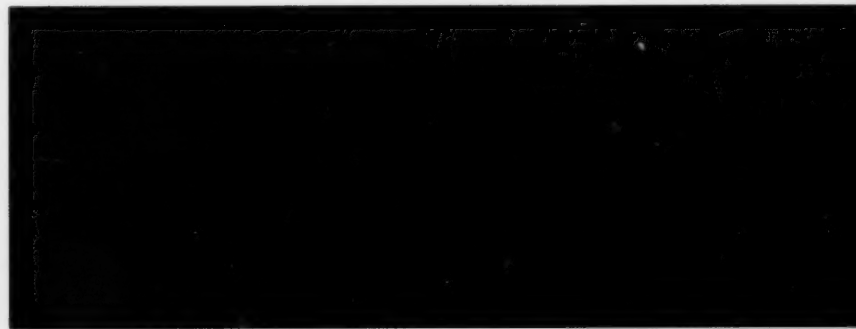
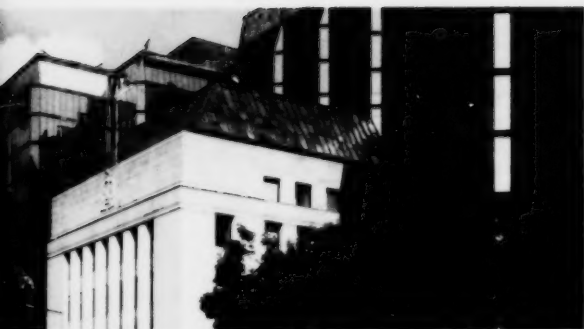




BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2008



# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA\*

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

\* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2008 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,  
composé de Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,  
David Longworth et John Murray.*

En cette période de grande incertitude, il est plus important que jamais que la politique monétaire joue un rôle stabilisateur [...] en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] L'évolution du secteur financier ne sera importante, dans l'optique de la conduite de la politique monétaire, que dans la mesure où elle sera susceptible d'influer sur celle de l'économie réelle, et, par conséquent, sur l'inflation.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada*  
13 mars 2008



# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Vue d'ensemble</b>	<b>5</b>
<b>2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada</b>	<b>8</b>
La conjoncture internationale	8
La demande au Canada	10
L'offre au Canada	12
Les pressions sur la capacité de l'économie	13
L'inflation et la cible de 2 %	15
<b>3. L'évolution financière</b>	<b>20</b>
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux	20
Les taux directeurs	21
Les conditions du crédit au Canada	22
Les taux de change	24
<b>4. Les perspectives</b>	<b>25</b>
La conjoncture internationale	25
La demande et l'offre globales au Canada	27
Les perspectives en matière d'inflation	32
Les risques pesant sur les perspectives	33

## Notes techniques

1. L'évolution actuelle des prix des produits de base	9
2. Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada : interprétation de l'évolution récente	17
3. L'évolution récente des prix des maisons	31



## 1. VUE D'ENSEMBLE

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale a commencé à décélérer au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, sous l'effet de la baisse de régime aux États-Unis et des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux.

La croissance de l'économie canadienne a aussi marqué le pas. La vigueur de la demande intérieure a été largement contrebalancée par le recul considérable des exportations nettes. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence avoisinait 1,5 % à la fin du premier trimestre, mais la Banque estime que l'inflation tendancielle se situe aux alentours de 2 %, ce qui cadre avec l'opinion selon laquelle l'économie tournait tout juste au-dessus de son plein potentiel.

La Banque prévoit un ralentissement économique plus marqué et plus prolongé aux États-Unis que ce qui était avancé dans la *Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire*. Cette projection tient compte de l'incidence accrue, sur les dépenses de consommation, de la contraction de l'activité sur le marché du logement et du durcissement beaucoup plus prononcé des conditions du crédit dans ce pays. Une correction du marché du logement de l'ampleur de celle qui est observée actuellement aux États-Unis donnerait normalement un sérieux coup de frein à la croissance du PIB, mais plusieurs facteurs font ici un certain contre-poids. Premièrement, le programme de relance budgétaire voté récemment stimulera l'économie américaine aux troisième et quatrième trimestres. Deuxièmement, la dépréciation du billet vert contribuera à aiguillonner les exportations. Troisièmement, l'assouplissement appréciable de la politique monétaire dans ce pays devrait continuer à dynamiser la croissance du PIB en 2009 et au-delà, surtout à mesure que les turbulences se résorberont sur les marchés financiers.

La détérioration de la conjoncture économique et financière aux États-Unis aura des retombées notables sur l'économie mondiale, particulièrement dans les pays industriels. Les économies émergentes devraient être moins touchées par la tourmente financière, et leur demande intérieure croissante devrait contribuer à neutraliser l'effet du fléchissement des exportations.

Cette évolution de l'économie mondiale aura des conséquences sur l'économie canadienne. Premièrement, les exportations devraient se replier cette année et brider considérablement l'expansion du PIB tout au long du premier semestre de 2008, avant de se redresser graduellement au second semestre et en 2009. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés financiers mondiaux continueront de rendre l'accès au financement sur les

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 22 avril 2008.*

marchés de capitaux plus difficile et plus coûteux pour les entreprises et les banques canadiennes. On prévoit que la hausse des écarts de taux relatifs au financement des banques continuera d'être répercutée sur les entreprises et les ménages, entraînant ainsi, jusqu'à la fin de 2008, un resserrement des conditions du crédit, qui commencera à se dissiper en 2009. Ces conditions devraient revenir à des niveaux plus normaux en 2010. Grâce à la capitalisation relativement forte des institutions financières canadiennes, l'offre de crédit devrait demeurer plus robuste au Canada que sur les autres principaux marchés. Troisièmement, la confiance des entreprises et des consommateurs au pays devrait reculer quelque peu.

On pourrait s'attendre à ce que le tassement de la demande intérieure aux États-Unis exerce une pression à la baisse sur les prix de nombreux produits de base. Toutefois, cet effet sera probablement compensé en partie par la conjugaison de deux facteurs : la persistance de la vigueur de la demande de matières premières au sein des économies émergentes et le resserrement de l'offre sur de nombreux marchés des produits de base. Il se peut aussi que les investisseurs financiers accentuent à la marge l'élan des prix de ces produits. Dans l'ensemble, on prévoit une baisse des cours des produits de base non énergétiques pendant la période de projection, par rapport aux niveaux très élevés auxquels ils s'établissent actuellement.

La fermeté des cours des matières premières, la vigueur de l'emploi et l'incidence de l'assouplissement cumulatif de la politique monétaire continueront d'alimenter la demande intérieure du Canada, qui devrait constituer le principal moteur de la croissance économique durant la période de projection.

D'une manière générale, on s'attend à ce que l'économie canadienne affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de cette année et que les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Un retour à des taux de croissance supérieurs à celui de la production potentielle — favorisé par le raffermissement graduel de l'économie américaine —, l'assouplissement de la politique monétaire et le rétablissement de conditions du crédit plus normales permettront de restaurer l'équilibre au sein de l'économie vers le milieu de 2010. Selon le scénario de référence de la Banque, le taux de croissance annualisé du PIB réel atteindra en moyenne 1,4 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

Les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'effet des modifications passées des impôts indirects contribueront à maintenir l'inflation mesurée en dessous de la cible tout au long de 2008. L'apparition d'une offre excédentaire

devrait maintenir une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'à la fin de 2009. On s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global comme celui de l'indice de référence montent à 2 % en 2010, par suite du rétablissement de l'équilibre dans l'économie.

Les risques planant sur la projection pour les économies américaine et mondiale, ainsi que pour l'inflation au Canada, semblent équilibrés. Toutefois, un certain nombre de risques, tant à la hausse qu'à la baisse, entachent la nouvelle projection de la Banque concernant l'inflation au Canada.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité qu'une demande intérieure plus vigoureuse que prévu, peut-être due à un renchérissement des matières premières, exerce des pressions sur l'inflation au Canada, surtout si le taux d'accroissement de la production potentielle s'avère inférieur aux hypothèses. De plus, les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient se propager au Canada par le biais d'une hausse du coût des importations.

Pour ce qui est des risques à la baisse, la croissance anémique prévue aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base. Il existe aussi des risques découlant de la manière dont se dénoueront les difficultés éprouvées par les marchés financiers ainsi que des conséquences de ces dernières sur le coût et la disponibilité du crédit. Enfin, il se peut que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte qu'escompté sur le prix des biens compris dans l'indice de référence.

Dans ce contexte, la Banque du Canada a décidé d'abaisser le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 4 mars et à nouveau le 22 avril, pour le ramener à 3 %. À la lumière des nouvelles perspectives, la Banque estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation à moyen terme. Étant donné que le taux cible du financement à un jour a été abaissé de 150 points de base au total depuis décembre, le moment où toute nouvelle détente monétaire sera opérée dépendra de l'évolution de l'économie mondiale et de la demande intérieure ainsi que de son incidence sur l'inflation au Canada.

## 2. LES FACTEURS RÉCENTS QUI INFLUENT SUR L'INFLATION AU CANADA

### La conjoncture internationale

*Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est ralenti au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008.*

*Les données disponibles donnent à penser que l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008.*

Après plusieurs années de forte croissance, l'économie mondiale a vu son rythme d'expansion ralentir au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, notamment dans les pays industrialisés. Cette décélération s'explique par la baisse de régime aux États-Unis et les bouleversements sur les marchés financiers internationaux associés aux problèmes touchant le marché américain des prêts hypothécaires à risque.

Les données disponibles tendent à indiquer que la croissance de l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008. Le recul généralisé des prix des maisons et des investissements dans le secteur résidentiel, conjugué au resserrement des conditions du crédit et à l'effritement de la confiance des consommateurs face aux prix élevés de l'essence et à la détérioration du marché du travail, a contribué au tassement notable des dépenses de consommation. Bien que ce tassement ait été compensé en partie par la vive progression des exportations nettes, les investissements des entreprises ont pâti de l'accès limité au crédit et du repli de la demande de biens de consommation.

L'expansion économique marque le pas en Europe et au Japon, où les exportations se ressentent de l'essoufflement de la croissance américaine et des effets de l'appréciation prononcée de l'euro et du yen. En Europe, les conditions du crédit ont continué de se durcir, freinant les dépenses des ménages et des entreprises.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, en particulier la Chine, l'expansion du PIB a dépassé les prévisions au cours des derniers trimestres. Ces pays ont été touchés dans une moindre mesure par la récente turbulence financière, et leur demande intérieure croissante a jusqu'ici largement contrebalancé l'effet du fléchissement des exportations vers les États-Unis et l'Europe.

*Les prix des produits de base non énergétiques ont augmenté depuis la parution de la dernière Mise à jour.*

Les matières premières ont renchéri depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, grâce surtout à la vigueur soutenue de la demande des économies émergentes et aux contraintes d'offre (Note technique 1). Les cours déjà élevés des produits de base non énergétiques ont encore gagné du terrain, ceux des céréales et des oléagineux enregistrant des gains importants en raison de l'essor de la demande alimentaire dans les économies émergentes, de la demande accrue de biocarburants et des mauvaises récoltes. La hausse des prix des métaux tient en partie à des perturbations temporaires de l'approvisionnement en Chine et en Afrique du Sud.

## Note technique 1

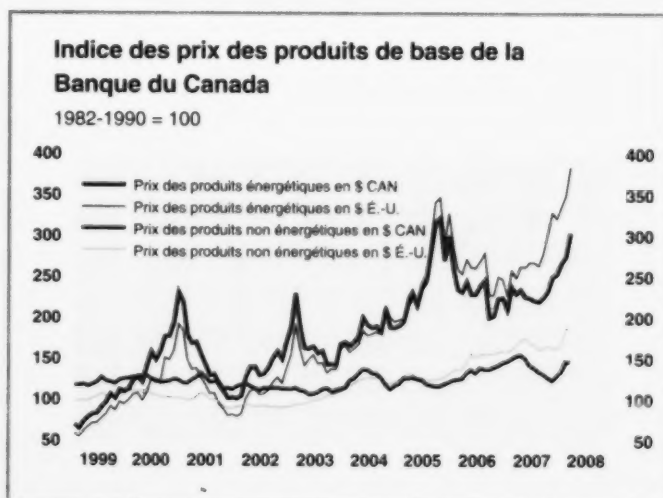
## L'évolution actuelle des prix des produits de base

Les prix des produits de base ont continué à se raffermir en 2008 malgré le ralentissement manifeste de la croissance dans les grandes économies industrielles. Les cours en dollars É.-U. de nombreuses matières premières ont atteint de nouveaux sommets en termes nominaux.

Un des facteurs clés ayant poussé à la hausse les prix des produits de base au cours des dernières années a été la vigueur de la demande des économies de marché émergentes. Les recherches effectuées à la Banque donnent à penser que les variations enregistrées par les prix réels du pétrole et des métaux communs depuis les années 1990 sont de plus en plus influencées par l'activité industrielle dans les économies émergentes d'Asie<sup>1</sup>. La demande de produits de base dans cette région du monde a monté en flèche, en raison notamment des investissements supplémentaires en infrastructure engagés en vue de satisfaire aux besoins d'une population urbaine en forte expansion. L'élévation du revenu dans les villes a aussi stimulé la demande de denrées, surtout celle de céréales et de produits laitiers. En outre, l'intégration accrue des processus de production sur le plan régional a entraîné la délocalisation d'une part importante de l'activité manufacturière vers les économies émergentes d'Asie, où la consommation d'énergie par unité produite est plus grande que dans les pays développés.

Du côté de l'offre, différents facteurs ont également concouru à la poussée des prix des produits de base, comme la pénurie mondiale de main-d'œuvre qualifiée et d'équipements ainsi que les grèves répétées qui ont fait augmenter les coûts de production et limité l'ajustement de l'offre. Dans le cas des aliments, les rigidités de l'offre découlent en partie de politiques de restriction des échanges extérieurs (telles que l'imposition d'embargos et de taxes) et de la reconversion de terres cultivables pour répondre à la hausse de la demande d'éthanol et d'autres biocarburants. Les sécheresses des derniers mois ont réduit les récoltes et alimenté la flambée des cours du blé, alors que les graves intempéries en Chine ont rendu difficile l'approvisionnement du pays en charbon.

La dépréciation du billet vert en moyenne pondérée par les échanges extérieurs a aussi fait monter les prix en dollars É.-U. des produits de base. La demande pour les actifs liés à ces produits de la part tant des investisseurs institutionnels (p. ex., les caisses de retraite) que des spéculateurs (p. ex., les fonds directionnels) a pu amplifier l'essor récent des cours des matières premières.



1. Voir C. Cheung et S. Morin (2007), *The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices*, document de travail n° 2007-55, Banque du Canada.



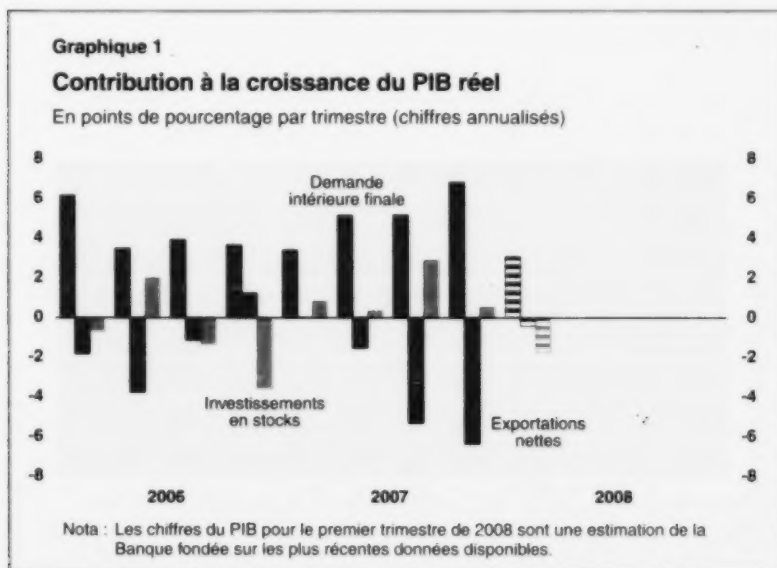
**Les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont également inscrits en hausse.**

Les cours de l'énergie ont poursuivi leur ascension en 2008. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 90 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, a grimpé pour atteindre en moyenne 112 dollars É.-U. durant la période de dix jours terminée le 18 avril 2008, sous l'effet du dynamisme soutenu de la demande mondiale et d'un certain fléchissement de l'offre en provenance des pays hors OPEP. Le renchérissement du gaz naturel s'explique notamment par le raffermissement de la demande dû à l'hiver très rigoureux qu'a connu l'Amérique du Nord.

### La demande au Canada

**L'expansion de l'économie canadienne a nettement ralenti au quatrième trimestre de 2007.**

Après avoir connu une forte expansion au cours des trois premiers trimestres de 2007, la croissance de l'économie canadienne a nettement ralenti au trimestre suivant. L'effet modérateur exercé par les exportations nettes s'est intensifié durant l'année, et a largement neutralisé la vigueur soutenue de la demande intérieure finale (Graphique 1). Le PIB réel a progressé de 0,8 % au quatrième trimestre, soit un rythme inférieur au niveau de 1,5 % projeté dans la *Mise à jour* de janvier<sup>1</sup>. Les données disponibles pour le premier trimestre de 2008 portent à croire que le taux de croissance du PIB réel s'est situé autour de 1,0 %, les réductions des investissements en stocks et des exportations nettes annulant la majeure partie de l'expansion de la demande intérieure.



1. La croissance du PIB durant les trois premiers trimestres de l'année dernière a toutefois été révisée légèrement à la hausse, de sorte que le niveau du PIB réel au quatrième trimestre était à peu près le même que prévu.

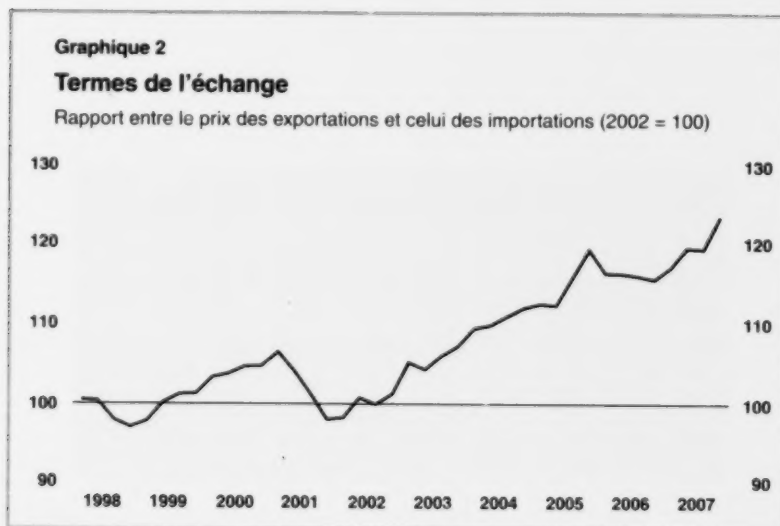


Les exportations nettes ont fortement bridé la croissance au second semestre de 2007. Le ralentissement de l'économie américaine et l'appréciation passée du dollar canadien se sont traduits par une réduction du volume des exportations canadiennes, en particulier au titre des machines et du matériel ainsi que des biens de consommation. Parallèlement, les importations se sont considérablement accrues, à la faveur de la robuste progression de la demande intérieure et de la hausse antérieure du dollar.

La demande intérieure finale a connu un essor encore plus vif au second semestre de 2007 qu'au premier. La demande intérieure a été soutenue par l'amélioration persistante des termes de l'échange (Graphique 2), laquelle a entraîné une augmentation des revenus réels de près de 5 % — ce qui est supérieur à la moyenne — entre le quatrième trimestre de 2006 et celui de 2007<sup>2</sup>. L'expansion continue de l'avoir net des ménages (qui a été stimulée par le renchérissement des maisons) a contribué à une hausse substantielle des emprunts et des dépenses des ménages. Les dépenses des entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement accélérées, grâce au maintien d'une forte rentabilité, à des bilans sains et à la réduction considérable des prix des machines et du matériel importés. Le resserrement des conditions du crédit au Canada lié à l'évolution des marchés financiers mondiaux depuis août dernier ne semble pas avoir eu d'effet appréciable sur les dépenses des ménages ou les investissements des entreprises au second semestre de 2007.

**Les exportations nettes ont fortement bridé la croissance au second semestre de 2007...**

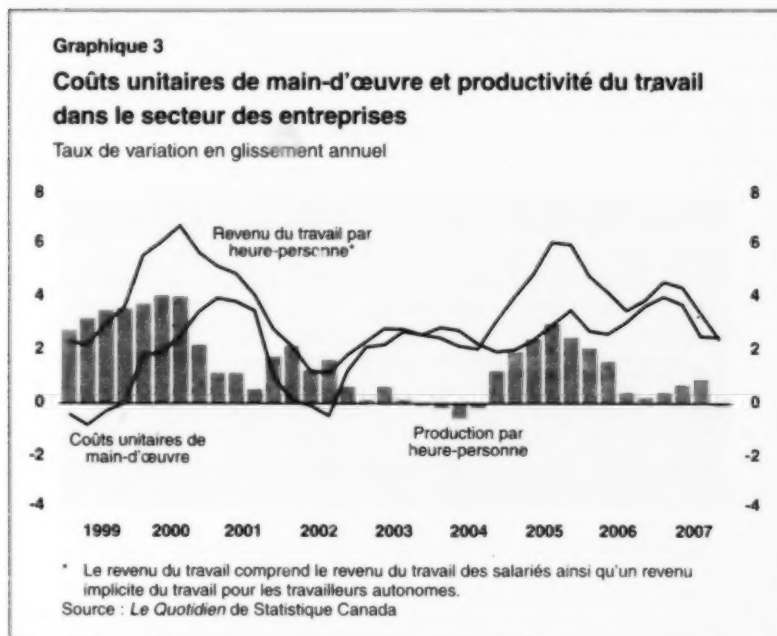
**... tandis que la progression de la demande intérieure finale s'est raffermie.**



2. La croissance des revenus réels se définit comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonfleur de la demande intérieure finale.

## L'offre au Canada

La productivité du travail dans le secteur des entreprises a reculé de 0,1 %, en glissement annuel, au quatrième trimestre de 2007 (Graphique 3). Malgré le ralentissement de l'expansion du PIB réel au quatrième trimestre, le nombre total d'heures travaillées a augmenté à un rythme exceptionnellement rapide. Cette évolution paradoxale pourrait s'expliquer par des facteurs tels que les coûts d'ajustement élevés associés à la réduction du niveau de l'emploi dans le secteur manufacturier ainsi que l'accroissement de la demande préventive de main-d'œuvre dans les secteurs aux prises avec des pénuries de travailleurs. L'incidence de l'utilisation intensive du travail sur la progression de la productivité globale a encore été amplifiée par un déplacement de la répartition du nombre total d'heures travaillées vers les industries à faible productivité<sup>3</sup>.



3. Les déplacements intersectoriels de la répartition du nombre total d'heures travaillées ont en général un effet limité sur la croissance de la productivité globale, contrairement aux déplacements intrasectoriels. La tendance s'est toutefois inversée au quatrième trimestre de 2007, par suite d'une réduction appréciable du nombre d'heures travaillées dans les secteurs de la fabrication, de l'extraction minière (y compris pétrolière et gazière) et du transport, ainsi que de la hausse connexe dans ceux de la construction, du commerce de détail et des services professionnels, auxquels est associée une productivité beaucoup moins élevée.

Selon la mesure économétrique de la capacité de production dont se sert habituellement la Banque, le rythme d'expansion de la production potentielle s'est établi en moyenne à 2,6 % en 2007, ce qui correspond en gros aux estimations passées. La vive croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre, qui se chiffre à 1,7 % environ, a compensé les effets de la faiblesse de l'accroissement tendanciel de la productivité, dont on estime qu'il a contribué pour un peu moins de 1,0 % à la progression de la production potentielle.

*On estime que l'expansion de la production potentielle s'est située en moyenne à 2,6 % en 2007.*

### **Les pressions sur la capacité de l'économie**

Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a beaucoup reculé comparativement aux sommets atteints récemment, pour redescendre au niveau moyen observé depuis les débuts de l'enquête (Graphique 4). En outre, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,4 % sa capacité au premier trimestre de 2008, en baisse par rapport au niveau d'un peu plus de 1 % enregistré au troisième trimestre de l'année dernière<sup>4</sup>. Le taux d'utilisation des capacités publié par Statistique Canada donne à penser que les pressions sur l'appareil de production dans le secteur des produits non agricoles étaient bien inférieures à la moyenne au quatrième trimestre de 2007.

*Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007...*

Le ralentissement de l'économie canadienne ne transparait pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires. Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet historique en février et en mars, tandis que le taux de chômage en mars se situait tout juste au-dessus de son niveau le plus bas des 33 dernières années. De plus, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires) s'est nettement accru après la mi-2007 (Graphique 5). En revanche, les données sur la

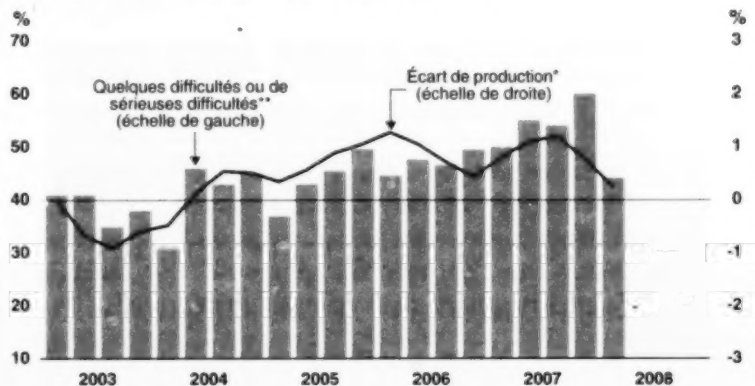
*... quoique le ralentissement économique ne transparaisse pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires.*

4. Le niveau de la demande excédentaire au premier trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,3 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de janvier. Cette augmentation tient principalement à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité et le pourcentage des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque menée ce printemps indiquent un certain relâchement des tensions sur le marché du travail.

Graphique 4

**Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production**



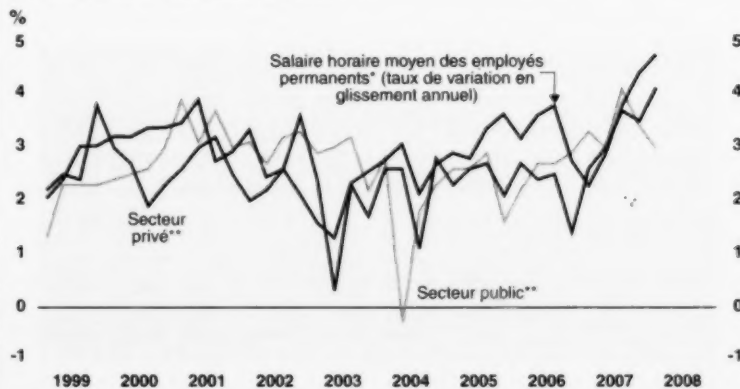
\* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

\*\* Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

Graphique 5

**Accords salariaux et salaire horaire moyen**

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



\* Source : Statistique Canada, *Information population active*

\*\* Source : Ressources humaines et Développement social Canada. La valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de janvier et de février 2008.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2008, et l'on s'attend à ce qu'elle affiche une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre.

*Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2008.*

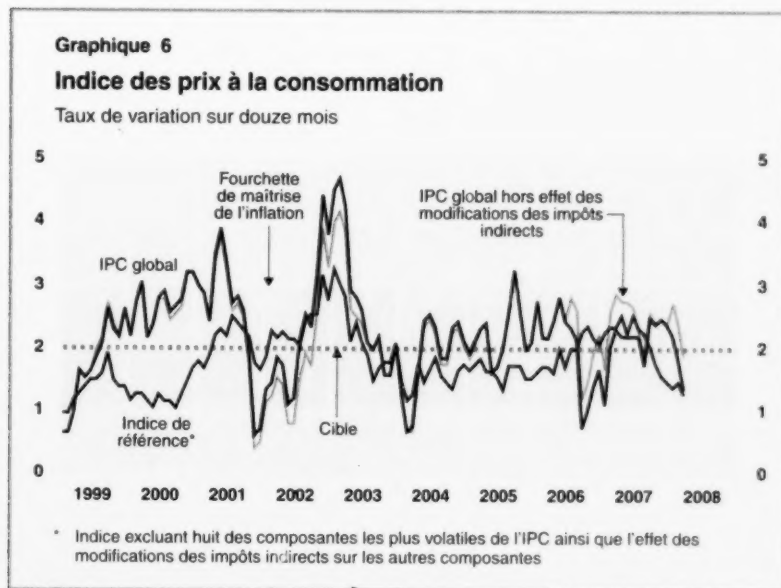
### L'inflation et la cible de 2 %

Les inquiétudes liées à la hausse de l'inflation mondiale sont devenues plus manifestes ces derniers mois, en raison de l'effet du renchérissement des produits de base, en particulier des aliments et de l'énergie, combiné aux pressions accrues qui s'exercent sur l'appareil de production de plusieurs pays et font suite à une période de forte croissance à l'échelle internationale. Au Canada, ces pressions ont été neutralisées dans une large mesure par des ajustements du niveau des prix associés à la valeur élevée du dollar canadien.

*Les inquiétudes liées à la hausse de l'inflation mondiale sont devenues plus manifestes ces derniers mois.*

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée en moyenne à 1,8 % au premier trimestre de 2008, contre 2,4 % au dernier trimestre de 2007 (Graphique 6). Abstraction faite de l'effet des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global au premier trimestre, à 2,4 %, est resté inchangé par rapport au trimestre précédent<sup>5</sup>.

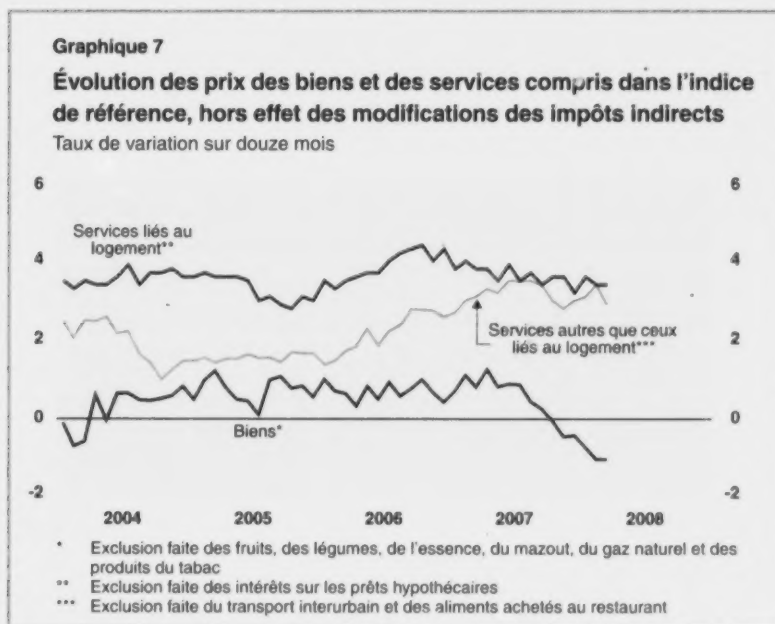
*En revanche, l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada s'est chiffrée en moyenne à 1,8 % au premier trimestre de 2008.*



5. On estime que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses des impôts indirects sur les produits du tabac ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % au premier trimestre de 2008.

*L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,4 % en moyenne en février et en mars...*

Après s'être située tout juste au-dessus de 2 % en moyenne entre septembre 2006 et août 2007, l'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé pour s'établir à 1,4 % en moyenne en février et en mars 2008<sup>6</sup> (Note technique 2). Une bonne part de cette diminution semble tenir à l'intensification des pressions concurrentielles découlant de la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, qui a entraîné une correction à la baisse des prix de certains biens, notamment des automobiles. De plus, le taux de variation des prix des aliments compris dans l'indice de référence a sensiblement fléchi, à cause de facteurs comme le renforcement de la concurrence dans le secteur de l'alimentation au détail. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence est demeuré très élevé, grâce à la vigueur soutenue de la demande intérieure (Graphique 7).



6. L'indice de référence (IPCX) exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.



## Note technique 2

Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada :  
interprétation de l'évolution récente

Depuis le milieu de 2007, le taux d'accroissement de l'indice de référence (IPCX) a diminué de façon marquée au Canada. Cette baisse a concerné bon nombre des composantes d'IPCX, mais a été particulièrement notable dans le cas des prix des véhicules automobiles, dont l'évolution explique près de la moitié du repli constaté (Tableau A).

Le recul récent des prix des véhicules automobiles reflète un ajustement de leur niveau général, lié à la pression accrue de la concurrence induite par les fluctuations du dollar canadien. L'appréciation du huard, lequel a avoisiné à l'automne la parité avec le dollar américain, a rendu les avantages que peuvent tirer les Canadiens des achats outre-frontière suffisamment tangibles pour pousser les constructeurs automobiles à réduire les écarts observés par rapport aux prix pratiqués sur le marché américain.

La comparaison entre les prix des biens durables (hors automobiles) et semi-durables vendus au Canada et aux États-Unis montre que le rétrécissement de ces écarts a été d'ampleur limitée. Cette situation tient probablement à la vigueur de la demande intérieure au Canada, dont témoignent les marges bénéficiaires élevées des grossistes et des détaillants. Toutefois, il est possible que la pression de la concurrence fasse reculer les prix d'un plus grand nombre de biens.

D'autres facteurs ont aussi concouru à la récente décline de l'inflation mesurée par IPCX. Les prix des aliments inclus dans l'indice ont sans doute été sensibles aux effets de la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires ainsi qu'à une hausse de l'offre de viande; il se peut aussi que l'appréciation du dollar canadien se soit en partie répercutée sur eux. Enfin, la stabilisation du prix des maisons en Alberta a eu un effet modérateur sur les prix des services liés au logement compris dans l'indice de référence.

**Tableau A : Apport au taux d'augmentation (en glissement annuel) d'IPCX  
du deuxième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2008<sup>a</sup>**

Composante	Apport (en points de pourcentage)
Véhicules automobiles	-0,42
Aliments (hors fruits et légumes)	-0,13
Biens durables (hors automobiles)	-0,12
Électricité	-0,06
Biens semi-durables	-0,06
Services liés au logement (hors intérêts sur prêts hypothécaires)	-0,04
Services non liés au logement (hors transport interurbain et aliments achetés au restaurant)	-0,04
Biens non durables (hors alimentation, énergie et produits du tabac)	-0,03
Variation d'IPCX	-1,0 <sup>b</sup>

a. L'effet des modifications des impôts indirects est exclu de chaque composante.

b. Les apports des différentes composantes sont le fruit d'approximations. Leur somme ne correspond pas à la variation totale d'IPCX en raison de l'arrondissement des données, et de la nature des approximations effectuées.

*... mais les autres mesures de l'inflation tendancielle dépassaient légèrement le taux d'augmentation de l'indice de référence au premier trimestre.*

Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque, une fois corrigées de l'effet des modifications des impôts indirects, dépassaient légèrement le taux d'augmentation de l'indice de référence au premier trimestre de 2008 (Graphique 8). Étant donné que la baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence semble tenir pour une bonne part aux ajustements ponctuels du niveau des prix, le Conseil de direction estime, après avoir examiné ces autres mesures, que l'inflation tendancielle était d'environ 2 % au premier trimestre.

Le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 3,4 % au deuxième trimestre de 2007 à 3,9 % au quatrième trimestre, par suite de l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (Graphique 9).

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent bien ancrés à 2 %. Le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 s'inscrit à 2 %, et d'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, quelque 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 % durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent également de tabler sur des taux très proches de 2 %.

**Graphique 8**

**Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle**

Taux de variation sur douze mois



\* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Dans ce graphique, IPCP a été corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects.

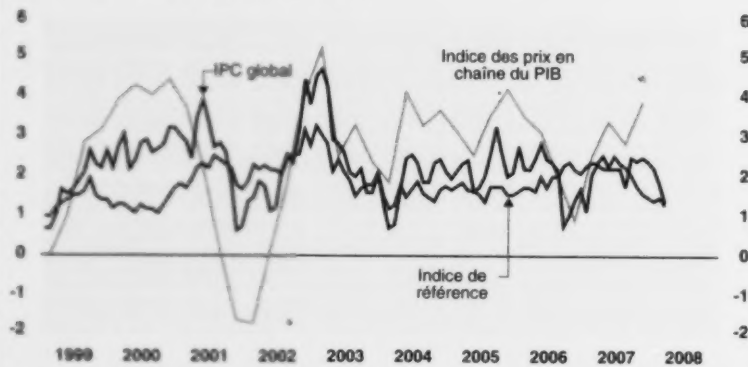
\*\* La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.



Graphique 9

**Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global**

Taux de variation en glissement annuel



## 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

## Les conditions sur les marchés financiers mondiaux

*Les tensions se sont aggravées sur les marchés internationaux du crédit.*

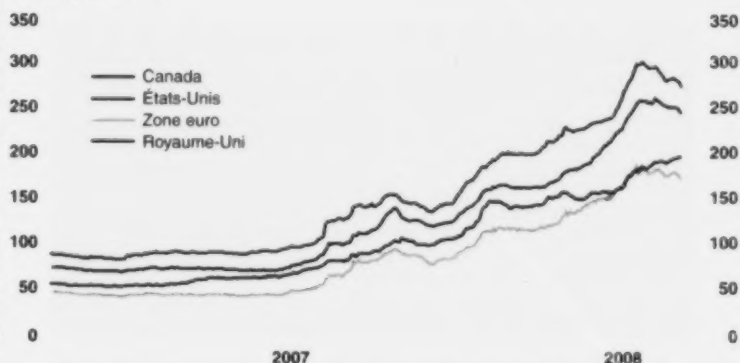
Les tensions au sein du système financier mondial se sont généralisées et aggravées ces derniers mois. Les pertes estimatives découlant de l'exposition à des prêts hypothécaires américains et à des instruments de crédit structurés ont augmenté, et les problèmes observés sur ces marchés se sont propagés aux autres marchés du crédit. Les écarts de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont fortement creusés (Graphique 10), et l'émission de titres d'emprunt sur plusieurs marchés clés de titres à revenu fixe a été limitée. Ces difficultés ont été exacerbées par un manque de liquidité, une réduction généralisée du levier d'endettement des institutions financières et l'assombrissement des perspectives de l'économie américaine.

L'incertitude répandue concernant la distribution des pertes sur créances parmi les institutions financières a continué à entretenir les préoccupations au sujet du risque de contrepartie et a contribué à la hausse des écarts de taux relatifs aux emprunts sur les marchés monétaires à terme. Au mois de mars, alors que de nouveaux signes de pressions apparaissaient sur ces marchés, les banques centrales sont encore une fois intervenues de façon concertée afin de soutenir le système financier. Elles ont pris un certain nombre de mesures additionnelles visant à assurer un apport en liquidités aux institutions financières. Les initiatives récentes

Graphique 10

## Écart\* de taux relatif aux obligations de sociétés de bonne qualité

Points de base



\* Écart entre le rendement de l'indice des obligations de sociétés de bonne qualité et le rendement des obligations de référence du gouvernement canadien ayant une échéance résiduelle d'au moins un an

Source : Merrill Lynch

de plusieurs grandes banques internationales en vue d'améliorer la déclaration des pertes potentielles et de renforcer leurs bilans ont aussi permis d'atténuer quelque peu l'incertitude entourant le risque de contrepartie.

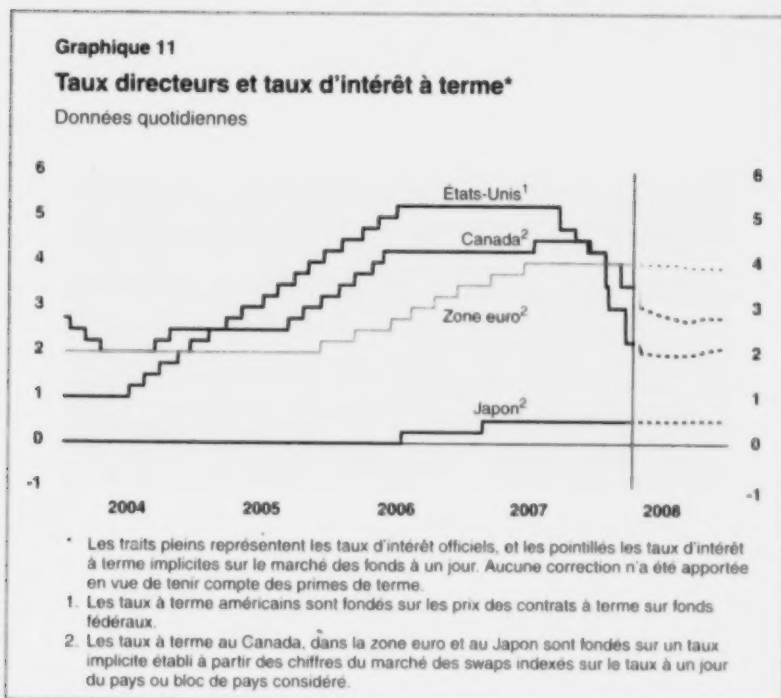
### Les taux directeurs

La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007 (Graphique 11), en réaction à la baisse de régime de l'économie américaine ainsi qu'à l'augmentation du coût et au resserrement de l'offre du crédit aux entreprises et aux ménages. Les taux à court terme aux États-Unis reflètent les attentes d'une nouvelle réduction du taux des fonds fédéraux au cours de l'année. La Banque d'Angleterre a également diminué son taux directeur. En revanche, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon ont laissé leurs taux directeurs inchangés depuis le début de la tourmente financière.

Le taux directeur au Canada a été abaissé de 150 points de base depuis décembre. Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux du financement à un jour avant la fin de 2008.

*La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007.*

*Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux directeur au Canada avant la fin de 2008.*



## Les conditions du crédit au Canada

*L'incidence des turbulences des marchés financiers sur les conditions du crédit a été plus modérée au Canada qu'aux États-Unis.*

*Les écarts de taux liés au financement des banques sur le marché demeurent élevés par rapport au taux du financement à un jour.*

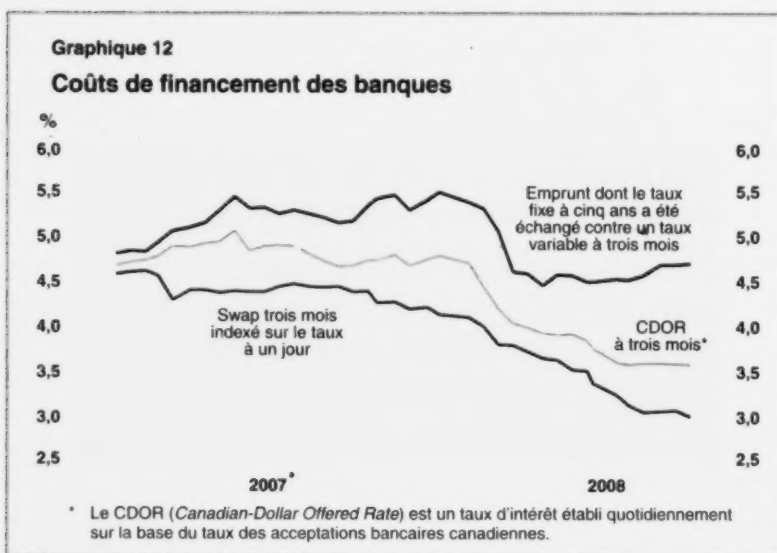
*Les modalités du crédit aux entreprises se sont durcies.*

Les turbulences qui secouent les marchés financiers mondiaux ont entraîné un resserrement des conditions du crédit au Canada, mais les tensions sur nos marchés du crédit ont été un peu moins prononcées que celles observées aux États-Unis. Les bilans des institutions financières, des entreprises et des ménages canadiens sont plus sains. Les banques canadiennes sont moins engagées sur le marché des prêts hypothécaires à risque que leurs homologues américaines. En outre, elles dépendent moins de la titrisation pour leur financement et des marchés de capitaux pour leurs revenus. Jusqu'à présent, leurs pertes restent contenues, et leur exposition aux produits structurés adossés à des prêts hypothécaires à risque est assez facile à gérer.

Toutefois, depuis le début de la tourmente financière l'été dernier jusqu'au 21 avril, l'écart de taux moyen lié aux différents types de financement obtenu sur le marché par les banques a crû d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour<sup>7</sup>. Le resserrement des conditions du crédit est surtout visible dans les primes payées par les banques pour émettre des obligations et des billets de dépôt de premier rang. Les banques se sont montrées disposées à absorber ces primes plus élevées afin de s'assurer d'un financement à plus long terme, mais n'ont pas encore répercuté entièrement la hausse sur les entreprises et les ménages. Cependant, le coût absolu des emprunts des banques a diminué, étant donné la réduction de 100 points de base du taux du financement à un jour au cours de la période (Graphique 12).

L'écart de taux entre le coût des emprunts des entreprises non financières et le taux du financement à un jour au 21 avril a augmenté d'environ 50 points de base depuis le milieu de 2007. Cet accroissement a été plus que compensé par les baisses du taux du financement à un jour. Néanmoins, les modalités du crédit se sont durcies et l'accès au financement bancaire pour les nouveaux clients a été réduit. L'émission de titres de dette par des sociétés non financières demeure difficile, et les nouveaux titres d'emprunt sont généralement émis à des taux supérieurs aux taux indicatifs observés sur les marchés secondaires. Dans l'ensemble, la croissance des crédits aux entreprises est restée forte au premier trimestre de 2008 (Graphique 13). Cette

7. L'élargissement des écarts de taux par rapport au taux du financement à un jour sous-estime le creusement des écarts de crédit, car il ne tient pas compte des attentes du marché concernant les baisses futures du taux du financement à un jour. Entre août 2007 et le 21 avril, les écarts de taux relatifs au financement à court terme pour les banques ont augmenté de quelque 50 points de base par rapport au taux attendu du financement à un jour, et les écarts de taux liés à l'emprunt à taux fixe à 5 ans converti en emprunt à taux variable ont crû d'environ 150 points de base.



évolution tient en partie au fait que le financement bancaire tend à remplacer le financement sur les marchés dans le contexte de turbulence actuel.

L'écart de taux entre le coût des emprunts des ménages et le taux du financement à un jour est aussi demeuré élevé, et au 21 avril, on l'estime à quelque 50 points de base de plus que l'été dernier. Toutefois, les conditions d'octroi des prêts aux ménages ne se sont pas resserrées et le coût de ces emprunts a baissé

*La croissance des crédits aux ménages et aux entreprises demeure vigoureuse.*



compte tenu de la réduction du taux du financement à un jour. La croissance des crédits aux ménages demeure vigoureuse, malgré un certain ralentissement observé jusqu'à maintenant en 2008. Le dynamisme persistant de la demande de crédit des ménages s'explique par l'expansion robuste de l'emploi, la progression soutenue des salaires, la hausse de la valeur nette des propriétés et la diminution des coûts d'emprunt effectifs.

### Les taux de change

*Le dollar canadien a évolué dernièrement à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents É.-U.*

Depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne à 100 cents É.-U. mais, dernièrement, le dollar a évolué à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents É.-U. (Graphique 14). Les cours élevés de l'énergie et des métaux continuent à soutenir la monnaie. Si l'écart observé entre les taux directs canadien et américain s'est creusé depuis janvier, l'écart prévu d'ici le troisième trimestre de 2008 s'est rétréci, ce qui exerce une légère pression baissière sur le dollar canadien. L'indice TCEC hors dollar É.-U., pondéré en fonction des échanges commerciaux, a reculé de quelque 4,2 % depuis janvier, sous l'effet de la vigueur de l'euro et du yen ainsi que des préoccupations concernant les répercussions négatives du ralentissement de l'économie américaine sur l'économie canadienne.



#### 4. LES PERSPECTIVES

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010 ont été revues à la baisse par rapport à celles exposées dans la *Mise à jour* de janvier, pour tenir compte des retombées du ralentissement des économies américaine et mondiale et du resserrement des conditions de crédit attribuable à la persistance de tensions sur les marchés financiers. Le scénario de référence se fonde sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que le taux de change du dollar canadien se situera en moyenne à 98 cents É.-U., soit à l'intérieur de la fourchette dans laquelle il a oscillé récemment. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les prix de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, il est présumé que le durcissement des conditions de crédit à l'échelle mondiale se poursuivra jusqu'en 2009. Quatrièmement, la Banque postule que le taux de croissance de la production potentielle s'établira à 2,8 % en 2008, à 2,7 % en 2009 et à 2,6 % en 2010<sup>8</sup>. Enfin, le scénario de référence table sur une correction graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

##### La conjoncture internationale

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer considérablement en 2008 et 2009 (Tableau 1), en raison de l'accentuation du ralentissement de l'économie américaine et de son incidence sur les autres économies, en particulier celles des grands pays industrialisés. L'économie mondiale devrait reprendre de la vigueur en 2010, à mesure que les turbulences des marchés du crédit se dissiperont, que les marchés de l'habitation se stabiliseront aux États-Unis et en Europe, et que la demande intérieure se renforcera et que l'offre excédentaire diminuera au sein des économies.

La Banque s'attend maintenant à ce que le PIB américain recule faiblement au premier semestre de 2008, avant que la croissance ne reprenne progressivement jusqu'à la fin de 2009. La demande intérieure aux États-Unis devrait rester faible au cours de la prochaine année, sous l'effet de la baisse de l'emploi, de la flambée des prix de l'essence, de la dégradation de la confiance des consommateurs, d'un nouveau repli dans le secteur de l'habitation et du resserrement des conditions de crédit. Dans le cas du

*On s'attend à ce que l'économie mondiale ralentisse considérablement en 2008 et 2009.*

*La demande intérieure des États-Unis devrait demeurer faible au cours de la prochaine année.*

8. Compte tenu des tendances démographiques, on prévoit encore que la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre diminuera d'environ 0,1 point de pourcentage par année en 2009 et en 2010. Bien que les chiffres respectifs de cette croissance et de la croissance tendancielle de la productivité du travail diffèrent de ceux que la Banque a utilisés pour établir le taux d'augmentation postulé de la production potentielle, la combinaison des deux chiffres aboutit à une valeur assez proche du taux pris pour hypothèse.



**Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2007	2008	2009	2010
États-Unis	22	2,2 (2,2)	1,0 (1,5)	1,7 (2,5)	3,4
Union européenne	20	2,7 (2,7)	1,3 (1,8)	1,6 (1,9)	2,2
Japon	7	2,0 (1,9)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)	1,8
Chine et ENI <sup>c</sup> d'Asie	14	10,2 (9,7)	8,4 (8,9)	7,2 (7,5)	7,3
Autres pays	37	6,3 (6,1)	5,2 (5,5)	4,6 (4,8)	5,5
Ensemble du monde	100	4,9 (4,8)	3,7 (4,1)	3,5 (3,9)	4,4

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour* de janvier 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*. À noter que les taux projetés ont été corrigés pour tenir compte de nouvelles estimations des parités des pouvoirs d'achat.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taiwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

logement, la chute du niveau de l'activité et des prix devrait se poursuivre jusqu'au deuxième semestre de 2009. On prévoit maintenant que l'élargissement des écarts de crédit, la raréfaction du financement et le durcissement des conditions de prêt persisteront tout au long de 2008, avant de s'estomper graduellement en 2009. En 2010, alors que le marché du logement se stabilisera, que la forte aversion pour le risque se résorbera et que les institutions financières amélioreront leurs positions de trésorerie, les conditions de crédit reviendront vraisemblablement à des niveaux plus normaux.

Plusieurs facteurs compensent en partie la faiblesse de l'économie américaine en 2008 et contribueront à la reprise de l'activité en 2009 et 2010. Premièrement, la politique monétaire a été considérablement assouplie ces derniers mois, si bien qu'elle soutiendra dans une certaine mesure la demande intérieure. Deuxièmement, l'effet cumulatif de la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar américain, conjugué à une robuste croissance économique dans le reste du monde, aidera à renforcer les exportations. Troisièmement, l'assouplissement des conditions de crédit et l'élimination progressive du stock de logements excédentaires favoriseront une reprise de la croissance durant la deuxième moitié de la période de projection. Enfin, le programme de relance budgétaire du gouvernement américain devrait stimuler temporairement l'activité économique au milieu de 2008.

**La dépréciation du dollar américain contribuera à renforcer les exportations.**



Compte tenu de la détérioration des perspectives d'évolution du PIB américain et du resserrement des conditions de crédit, les taux d'expansion du PIB en Europe et au Japon ont été révisés à la baisse pour 2008 et 2009, mais on s'attend à ce qu'ils dépassent légèrement le rythme d'accroissement de la production potentielle en 2010.

L'expansion devrait demeurer forte en Chine et dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie. Toutefois, elle ralentira sans doute à l'horizon projeté, à cause de l'essoufflement de la demande aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que du resserrement de la politique monétaire nécessaire pour contenir la montée des pressions inflationnistes.

Les prix des produits de base non énergétiques sont plus élevés à court terme qu'on ne l'entrevoitait en janvier, mais on prévoit qu'ils diminueront de quelque 15 % d'ici la fin de 2010. L'offre de ces produits devrait graduellement s'ajuster, à mesure que les capacités de production s'amplifieront et que la baisse des approvisionnements due aux mauvaises conditions météorologiques se résorbera. En outre, la demande mondiale de produits de base fléchira vraisemblablement, dans la foulée du ralentissement de la croissance à l'échelle du globe.

Les cours à terme du pétrole brut sont eux aussi supérieurs à ce qu'ils étaient lors de la publication de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 15). À en juger par les cours à terme enregistrés durant la période de 10 jours terminée le 18 avril, le prix du baril de brut devrait chuter d'environ 10 % par rapport à son niveau actuel d'un peu plus de 112 dollars É.-U. et s'établir aux alentours de 102 dollars É.-U. en 2010. Les cours à terme du gaz naturel dépassent également un peu ceux observés en janvier.

### **La demande et l'offre globales au Canada**

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne ont été directement touchées par la révision à la baisse des taux d'activité anticipés aux États-Unis et par les tensions auxquelles sont encore soumis les marchés du crédit, alors que les institutions réduisent leur levier d'endettement et réévaluent les risques. Si les conditions du crédit octroyé aux ménages et aux entreprises se sont resserrées, les taux pratiqués ne reflètent pas en entier la hausse des primes payées par les banques pour lever des capitaux sur les marchés. On suppose que ces primes plus élevées seront répercutées sur les emprunteurs et que le durcissement des conditions de prêt persistera jusqu'à la fin de 2008. Les primes de crédit devraient ensuite diminuer progressivement en 2009 et se stabiliser, en 2010, à 25 points de base au-dessus du niveau où elles se situaient avant la période d'agitation.

***La croissance du PIB en Europe et au Japon ralentira sans doute plus qu'on ne l'avait d'abord escompté.***

***On prévoit que les prix des produits de base non énergétiques reculeront d'environ 15 % au cours de la période de projection.***

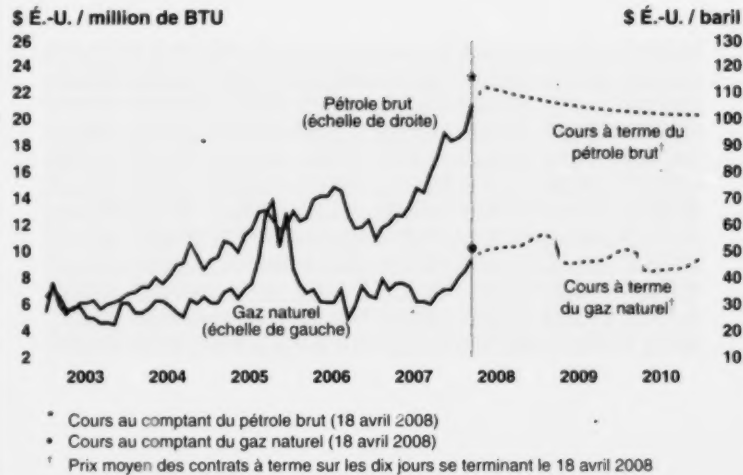
***Les cours à terme du pétrole laissent présager que le prix de l'or noir se repliera pour s'établir à environ 102 dollars É.-U. le baril d'ici 2010.***

***L'économie canadienne devrait croître de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.***

Graphique 15

## Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



Dans son scénario de référence pour 2008 et 2009, la Banque entrevoit maintenant un rythme d'expansion moins rapide de l'économie canadienne que celui envisagé dans la *Mise à jour* de janvier (Tableau 2). En moyenne annuelle, l'économie devrait progresser de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010 (Graphique 16).

*On s'attend à une lente reprise de la progression des exportations canadiennes à compter du milieu de 2008.*

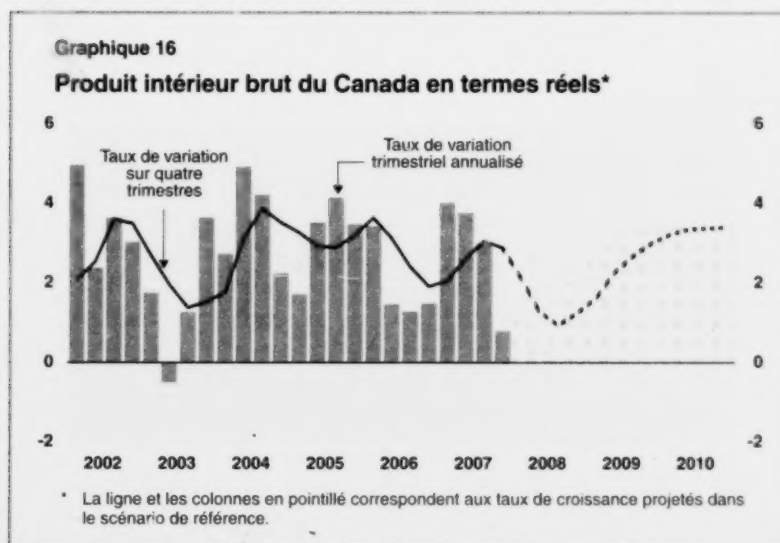
Le ralentissement de l'activité au Canada en 2008 résulte principalement du recul supplémentaire qu'accusent les exportations au premier semestre, en raison de l'atonie de la demande américaine et de l'appréciation passée du dollar canadien. Si un redressement des exportations est attendu au deuxième semestre de l'année, un essor notable de celles-ci n'est pas à prévoir avant 2010, vu le caractère graduel du raffermissement de la demande aux États-Unis.

**Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**  
En points de pourcentage\*

	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,6 (2,2)	2,5 (2,2)	2,3 (2,4)	2,3
Logement	0,2 (0,2)	0,1 (-0,1)	-0,1 (0)	-0,1
Administrations publiques	0,8 (0,6)	0,9 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,4 (0,5)	0,4 (0,5)	0,4
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	<i>4,2 (3,6)</i>	<i>3,9 (3,3)</i>	<i>3,2 (3,5)</i>	<i>3,2</i>
Exportations	0,4 (0,6)	-1,3 (-0,1)	0,1 (0,4)	1,2
Importations	-1,9 (-1,7)	-1,1 (-1,3)	-0,9 (-1,1)	-1,1
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	<i>-1,5 (-1,1)</i>	<i>-2,4 (-1,4)</i>	<i>-0,8 (-0,7)</i>	<i>0,1</i>
Stocks	0 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0 (0)	0
<b>PIB</b>	<b>2,7 (2,6)</b>	<b>1,4 (1,8)</b>	<b>2,4 (2,8)</b>	<b>3,3</b>

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier.

La progression des importations devant demeurer forte, les exportations nettes modéreront davantage la croissance globale en 2008 qu'on ne l'anticipait en janvier.



*La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie.*

La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie. La Banque s'attend à ce que la croissance des dépenses de consommation demeure vigoureuse au premier semestre de 2008, puis ralentisse un peu durant le reste de la période de projection. Les gains solides anticipés se fondent sur une montée continue du revenu disponible réel et de l'avoir net des ménages, ainsi que sur le degré de détente monétaire en place; la progression des dépenses de consommation sera cependant légèrement freinée par les effets qu'aura la réduction de la croissance aux États-Unis sur le revenu réel, l'avoir net et la confiance des ménages. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient reculer de façon modeste au cours de la période de projection (Note technique 3). Le resserrement des conditions de crédit au Canada devrait également avoir un faible effet modérateur sur la progression des dépenses des ménages, mais celui-ci devrait être largement dissipé d'ici 2010.

La croissance des investissements des entreprises, qui avait été très vive en 2007, devrait fléchir pendant la période de projection à cause de l'essoufflement de l'économie mondiale, du durcissement des conditions de crédit et de l'incertitude accrue engendrée par les turbulences des marchés financiers. Elle devrait néanmoins demeurer robuste dans l'ensemble, compte tenu des projets déjà lancés, des niveaux toujours élevés des prix des produits de base, de la forte rentabilité des entreprises et de la solidité des bilans ainsi que de la baisse des prix des machines et du matériel importés.

Le rythme d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait décélérer et s'établir en moyenne tout juste au-dessus de 3 % jusqu'en 2010.

*L'économie canadienne devrait afficher une offre légèrement excédentaire du deuxième trimestre de 2008 jusqu'au milieu de 2010.*

La faiblesse de la croissance à court terme entraînera l'apparition d'une offre excédentaire au sein de l'économie canadienne au second trimestre de 2008. La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées continuera d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Selon le scénario de référence, le degré de détente monétaire en place — lequel devrait s'accroître d'ici la fin de l'année —, le redressement graduel de l'économie américaine et le retour à la normale, à plus ou moins brève échéance, des conditions de crédit au Canada et ailleurs dans le monde contribuent tous à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales vers le milieu de 2010.

## Note technique 3

**L'évolution récente des prix des maisons**

Le marché canadien du logement est demeuré robuste au cours des 18 derniers mois, et les prix des maisons ont continué d'augmenter, quoique à une cadence moins rapide<sup>1</sup>. Il n'en a pas été de même aux États-Unis, où ils ont diminué de façon constante pendant la même période. Le rythme de croissance des prix des maisons au Canada devrait ralentir encore un peu au cours de la prochaine année.

Le mouvement à la hausse des prix des habitations observé au pays ces dernières années s'explique en grande partie par : l'accroissement des revenus lié au dynamisme de l'emploi; la montée des cours des matières premières; le niveau relativement bas des taux d'intérêt; et l'augmentation des coûts de construction. L'apparition depuis 2006 de plusieurs innovations dans le domaine des produits hypothécaires (prêts amortis sur une plus longue période, prêts sans mise de fonds, prêts assurés accordés aux emprunteurs relevant de la catégorie « Alt-A », etc.) a aussi accentué la pression de la demande sur le marché du logement<sup>2</sup>. Une proportion non négligeable des prêts hypothécaires récemment accordés sont assortis de caractéristiques de ce genre.

Le marché canadien des prêts hypothécaires à risque reste cependant limité. Il représente en effet moins de 5 % du marché hypothécaire résidentiel et n'a pas été en butte aux excès que l'on a constatés chez nos voisins du sud.

On s'attend à ce que le rythme d'augmentation des prix des maisons ralentisse encore au Canada au cours de l'année à venir. La construction de logements demeure élevée et l'offre a progressé sur le marché de la revente. La demande devrait fléchir compte tenu de la détérioration de l'abordabilité des maisons et du tassement attendu de la croissance économique. Un renversement généralisé des prix des maisons est néanmoins peu probable, car il y a peu d'indications d'un excédent de l'offre<sup>3</sup> : la proportion des logements récemment achevés et restés inoccupés demeure inférieure à la moyenne historique et se situe bien au-dessous des niveaux atteints au début des années 1990 dans la plupart des villes canadiennes.

Dans les deux dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*, on indiquait que le renchérissement des maisons avait contribué de façon importante à la hausse des dépenses réelles des ménages, grâce aux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés<sup>4</sup>. Pour l'avenir, le ralentissement continu de la progression des prix des maisons devrait restreindre la contribution de celle-ci à la croissance des dépenses des ménages. Il faudra suivre de près la situation afin de prendre pleinement en compte les facteurs financiers qui influent sur l'activité économique.

1. L'ascension rapide des prix des maisons et la décélération qui a suivi ont été particulièrement marquées en Alberta, dans la foulée du boom pétrolier que connaît la province.

2. On trouvera dans la livraison de juin 2007 de la *Revue du système financier* (p. 23-24) une liste des innovations qui ont vu le jour sur le marché de l'assurance hypothécaire, et dans la livraison de décembre 2007 de cette même revue (Encadré 1, p. 8) une analyse de l'évolution des marchés des prêts hypothécaires à risque.

3. Ce qui n'exclut pas la possibilité de déséquilibres dans certains segments des marchés locaux.

4. Voir la Note technique 2 dans la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*.

## Les perspectives en matière d'inflation

*L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % en 2010.*

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra à environ 1,3 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008, à cause surtout des récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles (Tableau 3). Au quatrième trimestre de 2008, ce facteur cessera d'influer sur le calcul du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence, qui devrait alors remonter aux alentours de 1,7 %. En 2009, l'inflation mesurée par cet indice restera au-dessous de 2 % en raison de la présence d'une offre excédentaire au sein de l'économie. Sous l'effet de la diminution de l'offre excédentaire et de la hausse continue des coûts de la main-d'œuvre et de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence remontera à 2 % en 2010, soit un peu plus tard que la Banque ne l'anticipait dans la *Mise à jour* de janvier.

**Tableau 3** Résumé des projections selon le scénario de référence\*

	2007	2008				2009		2010
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	2 <sup>e</sup> sem.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.		
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	0,8 (1,5)	1,0 (0,6)	0,3 (2,0)	1,8 (2,3)	2,7 (3,1)	3,3 (3,2)		3,4
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,9 (2,9)	2,1 (2,2)	1,3 (1,7)	1,1 (1,7)	1,9 (2,5)	2,8 (3,1)		3,3
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,4 (1,4)	1,3 (1,3)	1,5 (1,6)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)		2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	1,8 (1,7)	1,7 (1,4)	1,9 (1,5)	1,8 (1,9)	1,8 (2,0)		2,0
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,4 (2,2)	2,2 (1,9)	2,4 (2,0)	1,8 (1,9)	1,8 (2,0)		2,0
WTI*** (niveau)	91 (91)	98 (93)	111 (92)	109 (90)	106 (89)	104 (87)		102

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

\*\* Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

\*\*\* L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 avril 2008.



Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la trajectoire révisée de l'inflation mesurée par l'indice de référence, les prix attendus de l'énergie d'après les cours actuels des contrats à terme ainsi que l'incidence des modifications passées des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être plus élevée en 2008 que ce qu'on entrevoyait en janvier, compte tenu de la hausse des cours à terme du pétrole brut. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global, hors effet des modifications récentes des impôts indirects, s'établisse en moyenne juste au-dessous de 2,5 % durant le reste de 2008 et qu'il revienne un peu en deçà de 2 % au début de 2009, avant de remonter à la cible en 2010.

*Le taux d'accroissement de l'IPC global, hors effet des modifications des impôts indirects, devrait s'établir en moyenne au-dessus de 2 % durant le reste de 2008.*

### Les risques pesant sur les perspectives

Un certain nombre de risques entourent la projection de la Banque au sujet de l'inflation au Canada. En ce qui a trait aux économies américaine et mondiale, les risques planant sur la réalisation du scénario de référence sont jugés équilibrés.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande intérieure s'avère plus vigoureuse que prévu, par suite de nouvelles améliorations des termes de l'échange et de solides gains salariaux réalisés à la faveur de la situation tendue du marché du travail, et qu'elle provoque ainsi une augmentation de l'inflation. Vu la faiblesse persistante de la croissance de la productivité du travail au Canada, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait également être inférieur aux hypothèses, ce qui pourrait amplifier les pressions haussières sur l'inflation. Si, en outre, la demande de produits de base dans les marchés émergents demeure robuste et que l'offre mondiale peine à suivre, il se peut que les pressions à la hausse s'accroissent sur les prix de bon nombre de matières premières.

Un autre risque à la hausse réside dans les tensions inflationnistes que l'on observe à l'échelle mondiale. Celles-ci pourraient se propager au Canada par le biais d'une montée du coût des importations et ainsi tirer l'inflation vers le haut.

Pour ce qui est des risques à la baisse, une croissance anémique aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base que celui envisagé dans le scénario de référence. Il en résulterait un ralentissement de la progression des revenus réels et de la demande intérieure au Canada, ce qui tendrait à faire diminuer l'inflation.

En outre, il est possible que les banques et les entreprises canadiennes aient plus de mal à lever des capitaux sur les marchés que la Banque le suppose dans son scénario, de sorte qu'il deviendrait plus difficile et coûteux d'emprunter pour financer des dépenses d'investissement ou de consommation.

Il existe également un risque que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte que prévu sur le prix des biens compris dans l'indice de référence. L'intensification de la concurrence, dont les effets se sont surtout fait sentir sur les prix des véhicules automobiles, pourrait s'étendre à d'autres secteurs.

Tout compte fait, les risques pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation paraissent équilibrés.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais  
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;  
adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca);  
site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)





